



EESTI MAAÜLIKOOL
Majandus- ja sotsiaalinstituut

Berta Nõmmsalu

ETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMINE TATOLI AS NÄITEL

VALUATION OF TATOLI AS

Magistritöö
Majandusarvestuse ja finantsjuhtimise õppekava

Juhendaja: Jüri Lehtsaar, Dr

Tartu 2019

Eesti Maaülikool Kreutzwaldi 1, Tartu 51014		Magistritöö lühikokkuvõte	
Autor: Berta Nõmmsalu		Õppekava: Majandusarvestus ja finantsjuhtimine	
Pealkiri: Ettevõtte väärtuse hindamine Tatoli AS näitel			
Lehekülgi: 76	Jooniseid: 6	Tabeleid: 22	Lisasid: 8
Osakond / Õppetool: Majandus- ja sotsiaalinstituut ETIS-e teadusvaldkond ja CERC S-i kood: S180 Juhendaja(d): Jüri Lehtsaar Kaitsmiskoht ja -aasta: Tartu 2019			
<p>Ettevõtte väärtuse hindamine on üheks oluliseks osaks ettevõtte juhtimisel ning selleks, et olla edukas ettevõtte juht, tuleb teada oma ettevõtte väärtust ja seda mõjutavaid tegureid. Eduka ettevõtte üheks põhialuseks saab tuua hästi toimiva finantsaruandluse eesmärgiga analüüsida pidevalt ja jooksvalt ettevõtte finantsolukorda, mille põhjal langetada õigeid ja tulutoovaid otsuseid. Antud magistritöö eesmärk on välja selgitada Tatoli AS-i väärtus kasutades diskonteeritud rahavoogude hindamismeetodit. Diskonteeritud rahavoogude hindamismeetodi puhul on ettevõtte väärtus vara eeldatavate rahavoogude nüüdisväärtus, mida on diskonteeritud määraga, mis peegeldab nende rahavoogude riskantsust. Töös leitakse ettevõtte väärtus kolme stsenaariumi puhul, milleks on pessimistlik, realistlik ja optimistlik. Hindamisel on aluseks Tatoli AS-i viimase seitsme aasta majandusaasta aruanded.</p>			
<p>Ettevõtte väärtuse leidmiseks diskonteeritud meetodil on töös esmalt antud ülevaade hinnatavast ettevõttest, analüüsides ettevõtte finantsseisundit ja tegevuskeskkonda. Ettevõtte tegevusvaldkonna ja finantsseisundi analüüsi käigus kogutud informatsioon on väga vajalik, et arvestada sellega ettevõtte väärtuse leidmise protsessis. Ettevõtte väärtuse leidmiseks koostatakse ettevõtte <i>pro forma</i> aruanded, leitakse kapitali kaalutud keskmine hind ja prognoositakse ettevõtte vabad rahavood kolme stsenaariumi alusel. Lõpptulemusena leitakse ettevõtte väärtus kolme stsenaariumi puhul.</p>			
<p>Realistliku stsenaariumi puhul kujunes ettevõtte väärtuseks 28 405 502 eurot, pessimistliku stsenaariumi puhul on väärtus üle 10 miljoni väiksem ehk 18 967 003 eurot ning optimistliku stsenaariumi puhul üle 15 miljoni euro võrra suurem ehk 45 886 855 eurot. Arvutuste käigus selgus, et lõppväärtust mõjutab suurel määral vabade rahavoogude leidmiseks kasutatav puhaskäibekapitali muutus, mida mõjutavad omakorda ettevõtte prognoositud käibevara ja lühiajalised kohustised. Lisaks on oluline roll ettevõtte jätkuväärtuse leidmisel, mis sõltub prognoosiperioodi kõige viimase aasta prognoositud vabast rahavoost.</p>			
Märksõnad: diskonteeritud rahavoogude hindamismeetod, finantsanalüüs, majanduskeskkonna analüüs, kapitali kaalutud keskmine hind			

Estonian University of Life Sciences Kreutzwaldi 1, Tartu 51014		Abstract of Master's Thesis	
Author: Berta Nõmmsalu		Curriculum: Accounting and Financial Management	
Title: Valuation of Tatoli AS			
Pages: 76	Figures: 6	Tables: 22	Appendixes: 8
Department / Chair: Institute of Economics and Social Sciences Field of research and (CERC S) code: S180 Supervisors: Jüri Lehtsaar Place and date: Tartu 2019			
<p>Determining the value of a business is an important part of managing a company and in order to be a successful business leader you need to know the value of your business and the factors that influence it. One of the foundations of a successful company can be well-functioning financial reporting with the aim of continuously and constantly analysing the financial situation of the company, and to make right and profitable decisions based on it. The purpose of this Master's thesis is to find out the value of Tatoli AS using the discounted cash flow estimation method. When using the discounted cash flow estimation method, the value of the entity is the present value of the expected cash flows of the asset discounted at a rate that reflects the risk of those cash flows. The thesis finds the value of the company in case of three scenarios: pessimistic, realistic and optimistic. The evaluation is based on Tatoli AS's annual reports for the last seven years.</p> <p>For finding the value of the company using the discounted method an overview of the company is given by analysing the company's financial position and operating environment. The information gathered during the analysis of the company's field of activity and financial condition is essential to take into account during the process of finding the value of the company. To determine the value of the company, the company's pro forma reports are prepared, the weighted average cost of the capital is calculated and the company's free cash flows are forecast based on three scenarios. Ultimately, the value of the company is found in all three scenarios.</p> <p>In a realistic scenario, the value of the company was EUR 28 405 502, in the case of a pessimistic scenario, the value was over EUR 10 million less, EUR 18 967 003 and in the case of an optimistic scenario it was over EUR 15 million more, EUR 45 886 855. The calculations revealed that the change in the net working capital used to find free cash flows, which is in turn influenced by the company's forecasted current assets and short-term liabilities, has a significant impact on the final value. In addition, it is important to find the continuing value of the company, which depends on the estimated free cash flow for the last year of the forecast period.</p>			
Keywords: Discounted cash flow analysis, financial analysis, economic analysis, weighted average cost of capital			

SISUKORD

SISSEJUHATUS	5
1. ETTEVÖTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILISED ALUSED.....	8
1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise eesmärk ja väärtust mõjutavad tegurid	8
1.2. Ettevõtte väärtuse hindamisel kasutatavad meetodid	11
1.3. Diskonteeritud rahavoogude hindamismeetod.....	17
1.3.1. Ülevaade diskonteeritud rahavoogude meetoditest	17
1.3.2. Ettevõtte analüüs.....	20
1.3.3. Rahavoogude prognoosimine.....	21
1.3.4. Kapitali kaalutud keskmine hind	24
1.3.5. Ettevõtte väärtuse leidmine.....	26
2. TATOLI AS-I VÄÄRTUSE HINDAMINE.....	30
2.1. Ettevõtte tutvustus.....	30
2.2. Ettevõtte tegevuskeskkonna ja konkurentsianalüüs.....	34
2.3. Ettevõtte finantsanalüüs	40
2.4. Tatoli AS-i väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil.....	49
2.4.1. Tatoli AS-i <i>pro forma</i> aruannete koostamine ja vabade rahavoogude prognoosimine.....	49
2.4.2. Kapitali kaalutud keskmine hind	56
2.4.3. Ettevõtte väärtuse leidmine.....	57
KOKKUVÕTE	61
KASUTATUD KIRJANDUS.....	64
LISAD.....	67
Lisa 1. Tatoli AS-i bilansi horisontaalanalüüs aastatel 2012–2018.....	68
Lisa 2. Tatoli AS-i kasumiaruande horisontaalanalüüs aastatel 2012–2018	69
Lisa 3. Suhtarvude arvutamisel kasutatud valemid.....	70
Lisa 4. Tatoli AS-i <i>pro forma</i> kasumiaruanne pessimistliku stsenaariumi korral aastatel 2019–2023.....	71
Lisa 5. Tatoli AS-i <i>pro forma</i> kasumiaruanne optimistliku stsenaariumi korral aastatel 2019–2023.....	72
Lisa 6. Tatoli AS-i <i>pro forma</i> bilanss pessimistliku stsenaariumi korral aastatel 2019– 2023.....	73
Lisa 7. Tatoli AS-i <i>pro forma</i> bilanss optimistliku stsenaariumi korral aastatel 2019– 2023.....	74
Lisa 8. Kapitali kaalutud keskmine hind pessimistliku ja optimistliku stsenaariumi korral aastatel 2019–2023	75

SISSEJUHATUS

Viimaste aastakümnete olulisim muudatus ettevõtete rahanduses on liikumine traditsiooniliselt raamatupidamislikult mõtteviisilt väärtust loova kontseptsiooni poole. Ehkki väärtust loova kontseptsiooni algus ulatub tagasi rohkem kui nelja kümnendi aastas minevikku, siis Euroopas on selle rohkem omaks võtnud suured korporatsioonid ning väikeettevõtted tegutsevad endiselt vanaviisi (Ettevõtte finantsjuhtimine: regionaalaspekt 2006: 39). Väärtusele orienteeritud juhtimise võib defineerida kokkuvõtlikult kui integreeritud kontrollsüsteemi, mis mõõdab, julgustab ja toetab väärtuse loomist ettevõttes (Ameels, Briggeman, Scheipers 2002: 5).

Ettevõtete väärtuse loomise juhtpõhimõte on lihtne: väärtust loovad ettevõtted, mis kasvavad ja teenivad kapitali pealt rohkem tulu kui on nende kapitali maksumus (Koller jt 2015: 3).

Eduka ettevõtte üheks põhialuseks saab tuua hästi toimiva finantsaruandluse eesmärgiga analüüsida pidevalt ja jooksvalt ettevõtte finantsolukorda, mille põhjal langetada õigeid ja tulutoovaid otsuseid. Mary E. Barth kirjutab, et palju on tehtud uuringuid, mis tõestavad, et hästi toimiv finantsaruandlus on põhialuseks ettevõtte edukal juhtimisel (Barth 2015). Selle põhjal võib järeldada, et õiged otsused tõstavad ettevõtte väärtust. Samuti väidab Courtney S. White, et ettevõtte väärtusest ja seda mõjutavatest teguritest arusaamine on tähtis paljude ettevõtete puudutavate otsuste tegemisel. Kõikide väärtuse hindamise elementide koondamine raamistikku võib aidata ettevõtete omanikel olla paremad otsustajad (Burroughs 2016). Seega saab öelda, et ettevõtte väärtuse hindamine on üheks oluliseks osaks ettevõtte juhtimisel ning selleks, et olla edukas ettevõtte juht, tuleb teada oma ettevõtte väärtust ja seda mõjutavaid tegureid.

Ettevõtte väärtuse hindamise vajadus võib tekkida väga erinevatel põhjustel. Tavaliselt muutub hindamine vajalikuks ettevõtte müügi või ostu läbiviimisel. Samas on ettevõtte väärtust vaja hinnata ka osaluste ümberkujundamisel, pärandite ja testamentide koostamisel,

strateegiliste otsuste vastuvõtmisel, üldiste ettevõtte strateegiate planeerimisel jms. Käesoleva töö ajendiks oli ettevõtte juhtkonna huvi ettevõtte väärtuse ja seda mõjutavate tegurite kohta. Väärtuse hindamine ning seda mõjutavate tegurite leidmine ja analüüsimine aitab omanikel teha väärtust tõstvaid otsuseid.

Magistritöö eesmärk on välja selgitada Tatoli AS-i väärtus kasutades diskonteeritud rahavoogude hindamismeetodit.

Antud magistritöö eesmärgi saavutamiseks on püstitatud järgmised uurimisülesanded:

- 1) selgitada ettevõtte väärtuse hindamise eesmäärke ja tutvustada peamisi hindamismeetodeid;
- 2) anda ülevaade diskonteeritud rahavoogudel põhineva hindamismudeli metoodikast, tuues välja selle eelised ja puudused;
- 3) tutvustada Tatoli AS-i tegevusvaldkonda, andes ülevaate senisest majandustegevusest ja finantsseisundist;
- 4) leida ettevõtte väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil ja analüüsida väärtust mõjutavaid tegureid.

Käesolevas töös leitakse põllumajandustehnikat müüva eraettevõtte Tatoli AS-i väärtus, kasutades diskonteeritud rahavoogude meetodit, milles ettevõtte väärtus sõltub tulevikus teenitavate rahavoogude suurusel. Ettevõtte väärtus leitakse kolme stsenaariumi puhul, milleks on pessimistlik, realistlik ja optimistlik. Et leitud väärtus oleks võimalikult täpne on rahavoogude planeerimisel oluline võtta arvesse kõiki ettevõtte tegevust mõjutavaid tegureid. Kuna ettevõtte tegutseb põllumajandussektoris sõltub ettevõtte tegevus väga palju põllumajandussektoris toimuvast, selle pärast on oluline prognoose tehes arvestada ka põllumajandussektori üldise olukorraga.

Töö teoreetilises osas selgitatakse ettevõtte väärtuse hindamise eesmärki ja väärtust mõjutavaid tegureid, tutvustatakse peamisi ettevõtte väärtuse hindamismeetodeid ja antakse üksikasjalikum ülevaade diskonteeritud vabade rahavoogude meetodist.

Töö empiirilises osas antakse üksikasjalik ülevaade hinnatavast ettevõttest, analüüsides ettevõtte finantsseisundit ja tegevuskeskkonda. Senise tegevuse hindamiseks teostakse fundamentaalanalüüs, mis koosneb finantsaruannete horisontaal- ja vertikaalanalüüsist ning

arvutatakse välja peamised finantssuhtarvud. Seejärel koostatakse ettevõtte *pro forma* aruanded, leitakse kapitali kaalutud keskmine hind ja prognoositakse ettevõtte vabad rahavood kolme stsenaariumi alusel. Lõpptulemusena leitakse ettevõtte väärtus kolme stsenaariumi puhul.

Antud magistritöös kasutatakse kvantitatiivset uurimismeetodit. Ettevõtte väärtuse hindamisel kasutatakse teiseste andmeallikadena ettevõtte majandusaasta aruandeid, kuid lisaks ka peamiste konkurentide majandusaasta aruandeid. Töös võetakse aluseks hinnatava ettevõtte viimase seitsme aasta (2012–2018) majandusaasta aruanded. Töö kirjutamisel on kasutatud erialast kirjandust, teadusartikleid ja internetiallikaid.

1. ETTEVÕTTE VÄÄRTUSE HINDAMISE TEOREETILISED ALUSED

1.1. Ettevõtte väärtuse hindamise eesmärk ja väärtust mõjutavad tegurid

Ettevõtte väärtus on majandusüksuse kui terviku mõõt, mis väljendab seda kui kõrgelt ettevõtet hinnatakse (Mellen, Evans 2018). Ettevõtte väärtuse juhtimine on kontseptsioon ettevõtte aktsionäri rikkuse strateegilisest juhtimisest. Kontseptsioon võimaldab ühendada tulusust, kasvu, riske ja hinnata nende mõju ettevõtte väärtuse kujunemisele. Lisaks on kontseptsioon raamistikuks ka strateegiliste juhtimisotsuste langetamisel (Finantsanalüüs ja –planeerimine 2006: 154).

Iga ettevõtte finantseerimise eesmärk on ettevõtte väärtuse maksimeerimine, seepärast on oluline arvestada ettevõtte juhtimisel omanike huvidega ning võtta vastu finantsotsuseid, mis suurendavad omanike rikkust. Eesmärgiks on toota omanikele nii palju kasumit kui võimalik, samas arvestades ka muude huvigruppidega nagu riik, ühiskond, kliendid ja partnerid (Ettevõtte finantsjuhtimine: regionaalaspekt 2006: 24).

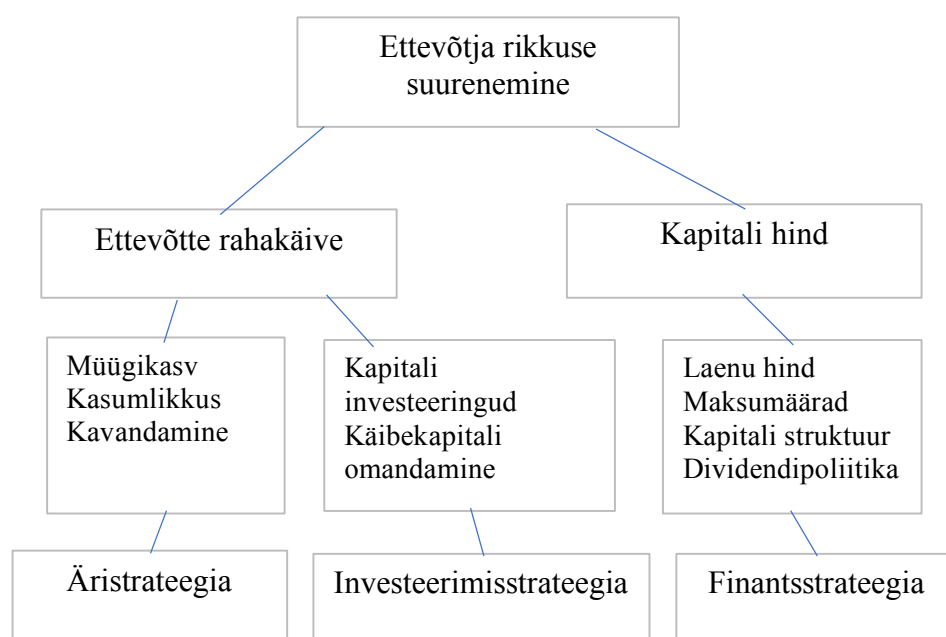
Muidugi tekib vajadus hinnata ettevõtte väärtust siis, kui päevakorras on ettevõtte või selle aktsiapaki ost või müük. Samas võib tekkida vajadus ettevõtte väärtuse hindamiseks nii pikaajaliste strateegiliste otsuste eel kui ka lühiajalise tegevusplaani koostamisel. Seega asjaolu, et ettevõtte müük ei pruugi olla päevakorras kohe praegu, ei tähenda seda, et see päevakorda ei võiks tõusta. Seepärast on oluline ettevõtte juhtimisel ja arendamisel läbi mõelda, kuidas tehtavad otsused mõjutavad ettevõtte väärtust (Zirnask 2008: 103).

Ettevõtte väärtuse juhtimise kontseptsioon peab hõlmama tervet organisatsiooni ja tema erinevaid juhtimisstrateegiaid, selleks et toimida efektiivselt. Kontseptsiooni põhimõtteks on, et turg hindab ettevõtte võimet toota tulevikus raha. Kontseptsioon aitab leida erinevaid

juhtimisstrateegiaid, mis maksimeeriks omanike rikkust. Raudsepp (1997) ja Aruste (2007) toovad välja, et ettevõtte väärtus kujuneb ettevõtte juhtkonna poolt läbi viidava kolme peamise juhtimisstrateegia:

- 1) investeerimisstrateegia;
- 2) finantseerimisstrateegia;
- 3) tegevusstrateegia.

Kõik need kolm strateegiat peavad olema kujundatud ühtse eesmärgi nimel, et saavutada parim võimalik tulemus. Nende strateegiate põhjal sünnivad igapäevased juhtimisotsused, milleks võivad olla eelarvete koostamine, igapäevased finantsjuhtimise-, müügi- või investeerimisotsused. Joonisel 1 on välja toodud ettevõtja rikkuse suurendamist mõjutavad tegurid.



Joonis 1. Ettevõtja rikkust kujundavate tegurite analüüs. Allikas: Autori koostatud (Raudsepp 1997: 9)

Äristrateegia on suunatud müügi suurendamisele, mille tulemusena suureneb ettevõtte rahakäive. Samas on oluline, et müügi kasvuga säiliks ka kasumlikkus, mis leitakse kasumi ja müügilaekumi suhtena. Investeerimisstrateegia kavandamine on seotud investeerimisprojektide valikuga ja ettevõtte raamatupidamisbilansi aktivapoolle

kujundamisega projekti elluviimise vajadustele vastavalt. Üldjuhul sisaldab projekt pikaajalist kava osta, ehitada, rentida või uuendada hooneid või suuri seadmeid. Investeeringustrateegiat ellu viies peab siiski arvestama, et oluline on strateegiat rakendades ettevõtte rahakäibe suurendamine. Finantseerimise strateegia on suunatud kapitali hinna odavamisele, mis tähendab eelkõige odavamate laenude hankimist, aga ka kogu kapitali struktuuri korrashoidmist ning ka maksustamise ja dividendipoliitika korraldamist. Finantseeringustrateegiat ellu viies püütakse lõppkokkuvõttes ettevõttes saavutada madalaim kapitali üldistav hind (Raudsepp 1997: 9–10).

Ka majandusteoreetik Damodaran on seisukohal, et kogu ettevõtte rahandus põhineb kolmel põhimõttel, milleks on investeering-, rahastamis-, ja dividendipõhimõte. Neid kolme peamist põhimõtet rakendades tuleb keskenduda just konkreetsetele faktidele (Damodaran 2010: 2–3):

- 1) investeeringupõhimõte: Ettevõttel tuleb investeerida varadesse ja projektidesse, mille tootlus on suurem kui minimaalne aktsepteeritav tasuvusläävi. Tasuvusläävi peab olema kõrgem riskantsemate projektide puhul. Projekti tasuvust mõjutab palju ka see, kas projekt on finantseeritud kasutades omanike rahalisi vahendeid või laenatud raha. Lisaks peab mõõtma projektide tulu tulevaste rahavoogude alusel, kaaludes ka projektide positiivseid ja negatiivseid kõrvalmõjusid;
- 2) rahastamis põhimõte: Ettevõtte peab valima rahastamisviisi (võõr- või omakapital), mis maksimeerib tehtavate investeeringute väärtuse ja on sobiv finantseeritava varaklassi olemusega;
- 3) dividendipõhimõte: Kui ettevõtte tehtavad investeeringud ei ületa tasuvuslääve, tuleb raha välja maksta ettevõtte omanikele.

Nii Raudseppa kui Damodarani seisukoht on, et ettevõtte väärtust kujundavad peamiselt strateegiad ja põhimõtted, seega on juhtidel ja omanikel väga oluline järgida neid teadlikult, et ettevõtte väärtust võimalikult palju suurendada.

1.2. Ettevõtte väärtuse hindamisel kasutatavad meetodid

Selleks, et hinnata ettevõtte väärtust, tuleb omada selleks vajaminevat informatsiooni. Ettevõtte väärtuse hindamine kujuneb teatud eeldustel. Hindaja vajab hindamise eelduste määramiseks nii oodatavat makromajanduslikku informatsiooni (*SKP* kasv), informatsiooni hinnatava ettevõtte majandussektori (konkurentide tegevus, turuosa kasv, tehnoloogia areng, barjäärid turule ja seadusandlus) kui ka konkreetse ettevõtte tuleviku kohta (juhtimiskultuur, ettevõtte tegevusstrateegia, rahandusstrateegia ja investeerimisstrateegia jne.) (Finantsanalüüs... 2007: 151). Seega on ettevõtte väärtuse hindamiseks vaja tulevikku suunatud informatsiooni.

Ettevõtte väärtuse hindamiseks on palju erinevaid meetodeid. Oluline on siinkohal valida ettevõtte omadustele kõige paremini sobiv mudel, mis annab objektiivse ja täpse tulemuse. Ettevõtte väärtuse leidmisel tuleb eelkõige lähtuda eesmärgist, mille pärast soovitakse ettevõtte väärtust teada. Tuleb arvestada, et leitud ettevõtte väärtus, ei tähenda seda, et selle eest konkreetsel ajahetkel nii palju raha saab. Ettevõtte hind kujuneb ikkagi pakkumise ja nõudluse tagajärjel.

Autorid nagu Damodaran, Fernandez, Feldman ning Zirnask on välja toonud erinevaid liigitusi ettevõtte väärtuse hindamise meetoditest. Järgnevalt on antud ülevaade kahest erinevast ettevõtte väärtuse hindamismeetodite liigitamisest.

Feldman tutvustab oma raamatus "Principle of Private Firm" ettevõtte väärtuse hindamisel enim kasutatavat hindamismeetodite liigitamisviisi (2005: 45):

- 1) varadel põhinev hinnang (*the asset approach*) – meetodi puhul võetakse arvesse ettevõtte materiaalsed ja immateriaalsed varad ja väärtused. Nende väärtuste summa võrdub ettevõtte väärtusega.
- 2) tulupõhised meetodid (*income-based methods*) – nende meetodite puhul võetakse arvesse ettevõtte rahavood mingi kindla perioodi jooksul, leitakse rahavoogude nüüdisväärtus, summeeritakse rahavood ning selle tulemusena leitakse ettevõtte väärtus.
- 3) võrdlussuhtarvudel põhinev meetod (*the method of multiples*) – meetodi puhul võrreldakse hinnatavat ettevõtet samas sektoris tegutsevate teiste võrreldavate ettevõtetega. Ettevõtte väärtus leitakse lõpuks grupi mediaani või keskmise alusel.

Tabelis 1 on välja toodud hindamismeetodite liigitus ettevõtte väärtuse hindamisel, mida on kasutanud autorid nagu Fernandez ja Zirnask. Töö autor annab lühiülevaade kõigist tabelis toodud hindamismeetoditest, diskonteeritud rahavoogude meetodist antakse põhjalikum ülevaade alapeatükis 1.3.

Tabel 1. Valik ettevõtte väärtuse hindamise meetodeid

Allikas: Autori koostatud (Zirnask 2008: 122; Fernandez 2002: 21)

Diskonteeritud rahavoogude meetodid	Bilansil põhinevad meetodid	Võrreldavate tehingute meetodid	Reaaloptsioonide hindamise meetodid
Ettevõttele suunatud vabade rahavoogude diskonteerimine (<i>FCFF</i>)	Raamatupidamisväärtus	Hind/puhaskasum	Black-Scholesi mudel
Omanikele suunatud vabade rahavoogude diskonteerimine (<i>FCFE</i>)	Varade turu väärtus	Hind/EBITDA	Binominaalne mudel
Diskonteeritud dividendide mudel (<i>DDM</i>)	Likvideerimisväärtus	Hind/käive	X
Kohandatud nüüdisväärtuse mudel (<i>APV</i>)	Asendusmaksumus	Muud suhtarvud	X

Finantstekstide kohaselt on käimasoleva äritegevuse õiglane turuväärtus ettevõtte eeldatavate rahavoogude praegune väärtus. Seda kontseptuaalset raamistikku nimetatakse diskonteeritud rahavoogude (*DCF*) hindamise meetodiks (Valuation Techniques... 2012: 105). Diskonteeritud rahavoogude hindamisel on ettevõtte väärtus vara eeldatavate rahavoogude nüüdisväärtus, mis on diskonteeritud määraga, mis peegeldab nende rahavoogude riskantsust. Diskonteeritud rahavoogudel põhinevat hindamist peetakse üheks täpsemaks ja paremaks hindamismeetodiks majandusteoreetikute seas. Järjest rohkem on hakatud argumenteerima, et mingi teatud perioodi finantstulemusi ei tule mõõta mitte statistilistele andmetele tuginedes, vaid selle järgi, kuidas selle teatud perioodi tegevus on mõjutanud ettevõtte tulevasi rahavooge.

Diskonteeritud rahavoogude meetod leiab laialdaselt kasutust ka praktikute seas. Kantšukov ja Sander viisid 2016. aastal läbi uuringu, et selgitada välja Eesti analüütikute hindamispraktikaid, keskendudes analüüsis põhilistele hindamismeetoditele. Uuringus kajastati kolme peamist hindamismeetodite valikut, milleks olid: diskonteeritud rahavoogudel põhinevad meetodid, võrdlussuhtarvudel põhinevad meetodid ja bilansil põhinevad meetodid. Tulemuseks saadi, et Eesti praktikud eelistavad enim kasutada diskonteeritud rahavoogude meetodit, kus kõige enam leiab kasutust ettevõttele suunatud vabade rahavoogude diskonteerimise mudel (*FCFF*) (Kantšukov, Sander 2016).

Finantsteoreetiliselt on diskonteeritud rahavoogude mudelite eeliseks (Ettevõtte finantsjuhtimine: regionaalaspektist 2006: 40):

- 1) aluseks on ettevõtte tulevased rahavood, mitte ajalugu;
- 2) arvesse võetakse tulevasi investeerimisvajadusi;
- 3) arvesse võetakse ka neid investeeringuid, mis on tehtud minekus mõõdetava perioodi jooksul;
- 4) tulemused on vabad raamatupidamisreeglite mõjudest;
- 5) arvesse võetakse risk ja raha ajaväärtus.

Bilansil põhinevate hindamismeetodite puhul leitakse ettevõtte väärtus hinnates ettevõtte varade väärtust. Need meetodid määravad väärtuse staatilisest vaatepunktist, mis tähendab, et arvesse ei võeta ettevõtte võimalikku arengut tulevikus. Samuti ei võeta arvesse muid olulisi tegureid, mis võivad mõjutada ettevõtte väärtust ja mis ei kajastu bilansis. Seepärast peetakse neid hindamismeetodeid nõrgimateks (Fernandez 2002: 24). Peamiseks põhjuseks, miks raamatupidamise bilansil põhinev hindamine tänapäeva ettevõtte seisuga enam adekvaatselt ei kajasta, on immateriaalse vara osatähtsuse suur kasv võrreldes endiste aegade. Kui industriaalajastul oli tavaliselt üle 80% varadest materiaalselt laadi, siis infoajastu reaalsed on loonud juba vastupidise suhte. Ettevõtted investeerivad palju oskusteabesse, talendikatesse töötajatesse, koolitustesse, turu- ja tarbijauuringutesse, kaalutavatesse ja investeeringunumbritega varustatud füüsilistesse objektidesse (Rünkla 2003: 57). Lisaks toovad Cinnamon jt. välja, et olulised mittefinantstegurid, mida hindamismeetod ei arvesta, on veel ettevõtte tervis, ohutus ja keskkond, intellektuaalne omand, turustus ja strateegiline sobivus (Cinnamon jt 2010: 104). Seetõttu võib bilansil põhinev väärtus erineda oluliselt ettevõtte tegelikust väärtusest.

Üheks kõige lihtsamaks hindamismeetodiks on ettevõtte raamatupidamisliku väärtuse leidmine, mis lähtub hinnangu andmisel ettevõtte bilansis kajastuva omakapitali väärtusest (Fernandez 2002: 24). Varade turuväärtuse hindamismeetodi puhul võrdub ettevõtte väärtus varade realiseerimisväärtuse ja varade realiseerimisega seotud kulutuste vahega. Seda meetodit on soovitatav kasutada mittetegutseva ettevõtte väärtuse hindamisel olukorras, kus on põhjust arvata, et tegutseva ettevõtte väärtus tulumeetodil (hinnatuna diskonteeritud vaba rahavoo meetodi alusel) on varade realiseerimisväärtusest oluliselt väiksem (Juhkam 2012).

Varade turuväärtuse meetod sobib ettevõtte väärtuse hindamiseks hästi siis, kui (Zirnask 2008: 124):

- 1) hinnatõus on muutnud ettevõtte varad äärmiselt hinnaliseks;
- 2) ettevõtte senine kasum on põhinenud suuremalt jaolt omanikel, kes otsustavad pärast müüki töölt lahkuda;
- 3) ettevõtte tuleviku väljavaated võivad olla suures ohus;
- 4) ettevõtte korrigeeritud kasumiaruanded näitavad aastate jooksul kahanevat või väga varieeruvat kasumit.

Üheks erijuhuks on veel ettevõtte väärtuse hindamisel likvideerimisväärtuse leidmine. Likvideerimisväärtus arvutatakse eeldusel, et ettevõtet hakatakse likvideerima, vara tuleb maha müüa ja võlad ära tasuda. Lõppväärtus leitakse, lahutades varade müügist saadud tulust ettevõtte likvideerimisega seotud kulud (hüvitised töötajatele, maksukulud ja muud likvideerimiskulud) (Fernandez 2002: 25).

Asendusmeetodi (*Substantial value*) puhul leitakse ettevõtte vara kasulik eluiga ja asendamise soetusmaksumus ning nendele andmetele tuginedes leitakse vara õiglane väärtus. Sisuliselt võrdub ettevõtte väärtus sarnase ettevõtte taasloomise väärtusega (Zirnask 2008: 125). Asendusmeetodit rakendatakse tavaliselt uute väikeettevõtete puhul, mille tegevus on kergesti asendatav ja millel pole veel tekkinud märkimisväärtset immateriaalset väärtust (Juhkam 2012).

Järgnevalt on antud ülevaade võrreldavate tehingute hindamismeetoditest. Erinevalt bilansil põhinevatest meetoditest, põhinevad need meetodid ettevõtte kasumiaruandel. Meetoditega püütakse määrata ettevõtte väärtust oma tulude, müügi või muude näitajate suuruse kaudu,

leides väärtussuhtarvud, mida võrrelda teiste sarnaste ettevõtetega (Fernandez 2002: 27). Antud meetodid võtavad hindamise aluseks hiljuti sarnaste ettevõtetega toimunud tehingute hinnad, mis tähendab, et leitav väärtus vastab tõenäoliselt ettevõtte hetkeväärtusele (Murphy 2018). Hindamisel leitakse spetsiifilised suhtarvud, mis on ettevõtte aktsia hinna ning mõne teise ettevõtte äritegevust iseloomustava kordaja suhe. Järgnevalt on välja toodud levinumad väärtussuhtarvud, mida ettevõtte väärtuse leidmisel võib kasutada (Fernandez 2002: 32):

- 1) hind/puhaskasum ehk P/E – näitaja on ettevõtte aktsia turuhinna ja kasumi suhe. Võrreldes kasumit aktsia jooksva turuhinnaga võib saada üldise ettekujutuse sellest, kuidas investorid ettevõtte kasumi kvaliteeti tajuvad. Näiteks kui võrrelda suhtarvu sektori teiste ettevõtete omadega ja kui hinnatava ettevõtte suhtarv on märkimisväärselt madalam, võib see märku anda investorite ootusest, et ettevõtte kasum tulevikus kaldub eeldatavasti langusele. Vastupidiselt võib aga kõrge suhtarv näidata investorite elevust näiteks uue patendi puhul. Seega ei saa ainuüksi arvutatud näitaja puhul ettevõtte saatuse üle otsustada. Selle suhtarvu kasutamise loogika seisnebki selles, et tulemus, mis kaldub kõrvale tegevusala keskmisest, näitab tõenäoliselt investorite taju erinevust ettevõtte võime osas genereerida kasumit, võrreldes teiste ettevõtetega samal tegevusalal (Bragg 2003: 113).
- 2) hind/raamatupidamisväärtus ehk P/B – näitaja on ettevõtte aktsia turuhinna ja raamatupidamisväärtuse suhe. See suhtarv näitab, mitu korda ületab ettevõtte aktsia turuhind tema raamatupidamisväärtust. Kui ettevõtte aktsiaga kaubeldakse allpool raamatupidamisväärtust, võib see viidata kahele võimalusele: kas investorid hindavad ettevõtte varade väärtust väga pessimistlikult või on ettevõtte varade tootlus väga madal (Väärtpaberite teejuht 2008: 29).
- 3) hind/EBITDA ehk $P/EBITDA$ – näitaja on ettevõtte aktsia turuhinna ja kasumi (enne intresse, makse ja kulumit) suhe. Näitajat kasutatakse tihti selleks, et panna võrreldavad ettevõtted võrdsesse positsiooni, kuna ettevõtted võivad tegutseda erinevate kapitalistruktuuridega, maksumääradega ja kulumit arvestamise põhimõtetega ning selle tõttu on neid raskem võrrelda ja hinnata.
- 4) hind/käive ehk P/S – näitaja on ettevõtte aktsia turuhinna ja käibe suhe, mis võrdleb ettevõtte aktsiate hinda oma tuludega. Suhtarv on väga oluline, kui seda kasutatakse sama sektori ettevõtete võrdlemisel. Madal suhe võib tähendada võimalikku alahinnangut, samas kui keskmisest oluliselt kõrgem näitaja võib viidata ülehindamisele.

Suhtarvudel põhinevad hindamismeetodid on laialdaselt kasutusel avalikel turgudel kaubeldavate ettevõtete väärtuste hindamisel. Paljude finantsanalüütikute seas on antud hindamismeetodeid rohkesti kasutatavad, kuna neid saab rakendada kiiresti ning lisaks ei pea teostama põhjalikku taustakontrolli nagu näiteks diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul.

Eestis on selle hindamismeetodi rakendamisel probleemiks asjaolu, et raske on leida piisavat arvu võrreldavaid ettevõtteid, kelle aktsiatega oleks tehtud tehinguid ja kelle informatsioon oleks hindajale kättesaadav. Rohkem informatsiooni leiaks kindlasti välisbörsidel noteeritud võrreldavate börsiettevõtete kohta, kuid seda informatsiooni ei saaks üks-ühele üle võtta Eesti ettevõtete hindamisel (Juhkam 2012).

Pavel Mielcarz on läbi viinud uuringu, toetudes IFRS 13-le (rahvusvaheline raamatupidamisstandard), mis tutvustab edasist metoodilist õigustatud lahenduste otsimist eraettevõtete hindamisel, kuid samas ei paku praktilisi lahendusi. IFRS 13 järgi peab õiglane hindamine järgima kolme põhikontseptsiooni: peamine turg, kõige soodsam turg ning õigeim ja parim kasutamine. Autor pakub välja tervikliku lähenemisviisi, mis hõlmab hinna alandamise nähtuse rakendamist kõige soodsama turu allahindluse hindamisel. Kuna eraettevõtetel puudub ligipääs kapitaliturgudele samal moel kui börsiettevõtetel, siis peavad ettevõtted pakkuma investorite või ostjate nõudluse suurendamiseks neile allahindlusi, sama toimub ka aktsiate esmaemissioonidel väärtuse hindamisel. On ilmne, et edukas esmaemissioon nõuab allahindlust potentsiaalsetele investoritele, et kompenseerida eraettevõtete ostmisega kaasnevat riski. Analüütikutel on tähtis leida põhiline turg ehk turg, kuhu vara omanik tavaolukorras siseneks, ning sellise turu puudumisel ei jää muud üle kui leida kõige kasumlikum turg. Mielcarz pakub välja, et leides mitmete aktsia esmaemissioonide hinna ning esimese kauplemispäeva lõpuks kujunenud hinna vahelise suhte, saab seda kasutada antud turu keskmise esmaemissiooni soodustuse leidmiseks. Erinevaid soodustusi võrreldes, saab leida kõige kasumlikuma turu esmaemissiooni soodustuse, mille väärtust saab ettevõtte väärtuse hindamisel arvesse võtta (Mielcarz 2014).

Neljanda hindamismeetodite liigina on välja toodud reaaloptsioonide hindamismeetodid, mis sarnanevad oma olemuselt finantsoptsioonidele, kuigi reaalse optsoonidega ja nende alusvaraga ei kaubelda finantsturgudel. Sarnaselt tavalistele optsoonidele iseloomustab

reaalseid optsoone ka neist tulenevate rahavoogude asümmeetrilisus. Kui finantsoptsooni puhul on muutujaks aktsia või muu finantsvara hind, siis reaaloptsiooni puhul projekti rahavoog. Juhtkonna tegevus mõjutab otseselt reaaloptsiooni väärtust. Üheks võimaluseks reaaloptsiooni väärtust hinnata on otsusepuu meetod, mida kasutades tuleb välja mõelda tulevikus projekti väärtust mõjutada võivad sündmused, nende toimumise tõenäolisus ja mõju. Binominaalne optsoonihindamise mudel eeldab, et aktiva hind saab igal hetkel muutuda ainult kahes suunas: üles või alla. Aktiva hind tõuseb tõenäosusega p ja langeb tõenäosusega $1 - p$ (Järve, Veisson 2003: 211). Lisaks saab kasutada veel optsooni hindamise klassikat Black-Scholesi võrrandit, mis on binomiaalse mudeli lihtsustatud versioon, kuid üldiselt see reaaloptsioonide tarvis väga ei sobi (Zirnask 2008: 159).

Seega on ettevõtet hindama hakates üheks olulisemaks otsuseks hindamismeetodi valik. Samas on kõigil meetoditel omad plussid ja miinused ning kõigile sobivat hindamismeetodit ei eksisteerigi. Lõppkokkuvõttes ükskõik millist meetodit kasutada, tulemuseks on subjektiivne ja ajas kiiresti muutuda võiv number. Seega on täiesti võimalik, et ekspertide leitud väärtused võivad erineda suurel määral. Erinevused võivad olla tingitud erinevate hindamismeetodite valikust või samade meetodite erinevate eeldustega rakendamisest.

Töö autor kasutab Tatoli AS-i väärtuse hindamiseks diskonteeritud rahavoogude hindamismeetodit, kuna antud meetod on suunatud ettevõtte tulevastele rahavoogudele ja annab autori ja ettevõtte juhtkonna arvates kõige täpsema ja objektiivsema tulemuse. Antud meetod võtab arvesse ka ettevõtte investeeringuid ja investeerimisvajadusi, samas arvestab ka riski ja raha ajaväärtuse kontseptsiooniga. Täpsema ülevaate meetodist annab järgnev peatükk.

1.3. Diskonteeritud rahavoogude hindamismeetod

1.3.1. Ülevaade diskonteeritud rahavoogude meetoditest

Diskonteeritud rahavoogude meetod on kujunenud ettevõtete hindamisel rahvusvaheliseks standardiks. Ettevõtte väärtuse hindamise diskonteeritud rahavoogude meetodil saab jagada neljaks osaks (Ühinemised ja ... 2011: 130):

- 1) ettevõtte analüüs;
- 2) rahavoogude prognoosimine;
- 3) kapitali hinna määramine arvestades ettevõtte riskitaset;
- 4) prognoositud rahavoogude diskonteerimine.

Rakendades ettevõtte hindamisel diskonteeritud rahavoogude mudelit on oluline hinnatava ettevõtte põhjalik tundmine. Esimeseks sammuks on ettevõtte põhjalik analüüs, mis hõlmab strateegilist analüüsi ja finantsanalüüsi, millele toetuda prognoose tehes (Sealsamas: 131).

Eelnevas peatükis välja toodud hindamismeetodite tabelis oli näha, et hinnates ettevõtet diskonteeritud rahavoogude meetodil (*DCF*) on võimalus kasutada erinevaid rahavoogudel põhinevaid mudeleid. Enne ettevõtte hindamisele asumist tuleb leida vastus küsimustele, kas hinnatakse ettevõtte varasid või omakapitali, kas hinnatakse ettevõtet jätkavuse printsiibist lähtuvalt ning milline on ettevõtte suutlikkus kasvada. Omades kindlat eesmärki ja teavet ettevõtte kohta, saab valida ka kõige paremini sobiva mudeli. Toetudes uuringutele käsitleb autor järgnevalt kahte enimlevinumat mudelit, milleks on: 1) ettevõttele suunatud vabade rahavoogude mudel (*FCFF*), 2) omanikele suunatud vabade rahavoogude mudel (*FCFE*).

Vaba rahavoog ettevõttele (*FCFF*) on teenitud raha, mis jääb ettevõttel üle peale kõigi kulude ja maksude tasumist ning ettevõtte investeerimisvajaduste rahuldamist, kuid enne võlausaldajatele tehtud makseid. See on summa, mille arvelt saab omanikele maksta dividende ja kreditoritele intresse ning teenindada ettevõttele võetud laene. Kõige lihtsam viis jõuda ettevõtte vaba rahavooni on leida kõige pealt ettevõtte ärikasum (*EBIT*) enne maksustamist ja intresse, sellele liita amortisatsioon ning lahutada investeeringud põhivarasse ja puhaskäibekapitali (Damodaran 2012: 269). Valem on järgnev:

$$FCFF = EBIT \times (1 - \text{maksumäär}) + \text{amortisatsioon} - \text{investeeringud põhivarasse} - \text{investeeringud puhaskäibekapitali}$$

(1.3.1.1)

Kuna selles rahavoos ei arvestata võlakohustusi, nimetatakse seda sageli ka võlgnevuseta rahavooguks. Lisaks kehtib Eestis tulumaksu seadus, mille kohaselt tuleb tulumaksu tasuda

dividendide või muude kasumieraldistena jaotatud kasumilt nende väljamaksmisel, mitte tekkimise hetkel. Seega saab ülal toodud valemi viia lihtsustatud kujule (Tulumaksuseadus, § 50 lg 1):

$$FCFF = EBIT + \text{amortisatsioon} - \text{investeeringud põhivarasse} - \text{investeeringud puhaskäibekapitali} \quad (1.3.1.2)$$

Et valemit paremini mõista on välja toodud ka valemis sisalduvad mõisted. Investeeringud põhivarasse moodustavad teatud perioodi jooksul põhivara soetamiseks või uuendamiseks tehtud investeeringuid, millest on maha arvatud sellel perioodil müüdud põhivarast teenitud tulu. Investeeringud puhaskäibekapitali on puhaskäibekapitali aastane suurenemine, näitaja leitakse vastavalt all toodud valemile (Ühinemised ja ... 2011: 134):

$$\text{Puhaskäibekapital} = \text{käibevara} - \text{lühiajalised kohustised (v.a lühiajalised laenud)} \quad (1.3.1.3)$$

Ettevõtte puhaskäibekapitali moodustab varade väärtus, mida kasutatakse põhitegevuse käigus, millest on maha arvatud ettevõtte lühiajalised kohustised (v.a. lühiajalised laenud). Kuna ettevõtetel võimaldavad käibekapitali mingis osas finantseerida enda äritegevusega seotud kohustised tarnijate ja töötajate ees, vähendab see täiendava investeeringu vajadust. Seetõttu kasutatakse rahavoo prognoosimisel puhaskäibekapitali mõistet (Sealsamas: 134).

Vaba rahavoog omanikele (*FCFE*) on sarnane rahavooga ettevõttele, kuid kui rahavoog ettevõttele on suunatud kõigile finantseerijatele, siis rahavoog omanikele kirjeldab ainult omanikele suunatud rahavoogu. Rahavoo puhul arvestatakse ärikasumist maha investeeringud põhivarasse ja käibekapitali nii nagu esimese variandi puhul, kuid lisaks lahutatakse maha veel laenude teenindamiseks mõeldud summad, milleks võivad olla laenude intressid ja põhiosa maksed või ka uued võetavad laenud. Omanikele suunatud rahavoo arvutamise valem on järgnev:

$FCFE = EBIT + \text{amortisatsioon} - \text{investeeringud p\H{o}hivarasse} -$
 $\text{investeeringud puhask\H{a}ibekapitali} - \text{intressikandev laenukapital} +$
 uued laenud

(1.3.1.4)

Selle tulemusena saadakse rahavoog, mida ettev\H{o}tte v\H{o}iks soovi korral omanikele dividendidena v\H{a}lja maksta (Sealsamas: 134).

Praktikas kasutatakse rohkem ettev\H{o}ttele suunatud vabade rahavoogude mudelit (*FCFF*), kuna antud mudelit on lihtsam rakendada. Lisaks sobib *FCFF* mudel h\H{a}sti neile ettev\H{o}tetele, kellel on v\H{a}ga suur finantsv\H{o}imendus v\H{o}i kellel see on pidevas muutumises. *FCFE* arvutamine on sellistel juhtudel palju keerulisem, sest v\H{o}lakohustuste (v\H{o}i uute emissioonide) p\H{o}hjustatud volatiilsus ja omakapitali v\H{a}artus, mis on v\H{a}ike osa ettev\H{o}tte koguv\H{a}artusest, on tundlikumad kasvu ja riskide suhtes (Damodaran 2012: 269). Seega on ka autor v\H{o}tnud Tatoli AS-i hindamise aluseks *FCFF* mudeli.

1.3.2. Ettev\H{o}tte anal\H{u}us

Diskonteeritud rahavoogude meetodi puhul on vajalik hinnatava ettev\H{o}tte p\H{o}hjalik tundmine ja anal\H{u}us. Oluline on seejuures l\H{a}bi viia ettev\H{o}tte strateegiline anal\H{u}us ja finantsanal\H{u}us. Strateegiline anal\H{u}us koosneb ettev\H{o}tte \H{a}rimudeli ja -strateegia selgeks tegemisest, s\H{u}gavamast sissevaatest ettev\H{o}tte turu ja konkurentsiolukorda, kasvuv\H{a}ljavaadete uurimisest ning paljudest teistest ettev\H{o}tte k\H{a}ek\H{a}iku m\H{o}jutavatest teguritest. Finantsanal\H{u}usi all m\H{o}istetakse ettev\H{o}tte m\H{o}\H{o}dunud, k\H{a}esoleva ja tulevikus oodatava rahandusliku olukorra hindamist. Finantsanal\H{u}usi k\H{a}igus teostatakse erinevate muutuste hindamine rahalisel ja protsentuaalsel kujul ning arvutatakse peamised suhtarvud, et selgitada ettev\H{o}tte finantsolukorda. Kuna ettev\H{o}tte mineviku finantsn\H{a}itajad on aluseks ka tulevaste rahavoogude prognoosimisel, tuleb ettev\H{o}tte anal\H{u}usi k\H{a}igus k\H{o}rvaldada k\H{o}ik \H{u}hekordse m\H{o}juga tehingud v\H{o}i s\H{u}ndmused senistes majandustulemustes. Seda protsessi nimetatakse rahavoogude normaliseerimiseks. Anal\H{u}usi teostamiseks saadakse informatsiooni peamiselt raamatupidamise aruandlusest, lisaks on oluline saada andmete t\H{o}lgendamisel lisainformatsiooni ettev\H{o}tte juhtkonnalt (Tearu, Krumm 2005: 15) (Raudsepp 1997: 13)

(Ühinemised ja ... 2011: 131). Ettevõtte analüüsi käigus kogutud informatsioon ja teostatud arvutused on aluseks tulevase rahavooge prognoosima hakates.

1.3.3. Rahavoogude prognoosimine

Diskonteeritud rahavoogude lähenemisviisi kasutades on järgnevas sammuks üksikute rahavoogude hindamine. Lihtsustatud kujul on vaba rahavoog sissetulekuallikate summa, millest on maha lahutatud äritegevuse jätkamiseks ja samas eeldatavas tempos kasvamiseks tehtavad kulutused. Neid kulusid tuleb arvesse võtta, sest ettevõtte ei saa jätkata äritegevust, kui selle kapitalimehhanismid vananevad ja aeguvad, samuti ei saa see kasvada ilma käibekapitali suurenemiseta. Eesmärk on hinnata korduvaid tegevuskasumeid ja kõiki nende tuludega seotud rahavoogusid, sealhulgas vajalikke kapitalikuluseid (Valuation Techniques... 2012: 107).

Rahavoo nüüdisväärtus leitakse ettevõtte poolt tulevikus teenitud rahavoo diskonteerimisel ettevõtte finantseerijate nõutud tulumääraga. Selle lähenemise aluseks on praeguse väärtuse reegel, mille järgi igasuguse vara väärtus on selle vara tulevikus genereeritavate eeldatavate rahavoogude praegune väärtus. Valem rahavoo diskonteerimiseks on järgnev (Damodaran 2012: 21):

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (1.3.3.1)$$

kus V on rahavoogude nüüdisväärtus,

n – vara eluiga;

CF_t - rahavood perioodil t ;

r – diskonteerimismäär.

Rahavood varieeruvad varade kaupa, seega on oluline, et rahavood oleks kooskõlas riski kui diskonteeritava rahavoo tüübiga (Damodaran 2012: 21). Tabelis 2 on välja toodud Fernandez'i poolt hindamisel peamiselt kasutatavad rahavood ja nende diskontomäärad.

Tabel 2. Rahavoogude diskonteerimiseks sobivad diskontomäärad

Allikas: autori koostatud (Fernandez 2002: 38)

Rahavood	Sobiv diskontomäär
Ettevõtte vaba rahavoog (<i>FCFF</i>)	Kapitali kaalutud keskmine hind (<i>WACC</i>)
Omakapitali vaba rahavoog (<i>FCFE</i>)	Omanike nõutav tulumäär (<i>Ke</i>)
Võla vaba rahavoog (<i>CFd</i>)	Võla nõutav intressimäär (<i>Kd</i>)

Ettevõtte vaba rahavoo (*FCFF*) diskonteerimisel kasutatakse kõige sagedamini kapitali kaalutud keskmist hinda, mis on võõrkapitali ja omakapitali keskmine hind (*WACC*). See saadakse mõlema vara liigi osakaalu arvesse võttes (pikemalt on kapitali kaalutud keskmise hinna kujunemist selgitatud peatükis 1.3.4). Omakapitali vaba rahavoo (*FCFE*) diskonteerimiseks sobib omanike nõutav tulumäär, mille panevad paika omanikud. Lisaks neile kahele rahavoole on Fernandez veel välja toonud ka võla vaba rahavoo, mille diskonteerimismäära leidmine on kõige lihtsamalt arusaadav, selleks on laenude intresside ja põhilise võla tagasimakse summa (Fernandez 2002: 38).

Ettevõtte väärtuse hindamisel diskonteeritud rahavoogude meetodil eeldatakse, et hinnatav ettevõtte tegutseb igavesti, seega tuleks ka rahavooge prognoosida kuni aegade lõpuni, see on aga teostamatu, sest väga kaugele tulevikku ei ole võimalik ja mõistlik rahavoogusid ette ennustada. Seetõttu jagatakse prognoositavad rahavood kaheks – prognoosisperioodi rahavooks ja jätkuväärtuseks. Prognoosisperioodi pikkuseks võetakse tavaliselt neli kuni seitse aastat ning selleks perioodiks tehakse väga detailsed prognoosid, et leitav väärtus oleks võimalikult täpne ja usutav. Perioodi pikkuse määravad mitmed tegurid alates ettevõtte elutsükli faasist, kasvutempost kuni kapitali hinnani. Jätkuväärtus on prognoosisperioodile järgneva perioodi rahavoo nüüdisväärtus, selle aluseks võetakse prognoosisperioodi viimase aasta rahavoog ning eeldatakse, et see kasvab kindla tempoga kuni lõpmatuseni. Jätkuväärtus diskonteeritakse tänapäeva ja liidetakse prognoosisperioodi rahavoo nüüdiväärtuse summale (Ühinemised ja ... 2011: 132).

Prognoosisperioodi rahavoo planeerimisel leitakse kõigepealt äritegevuse rahavoog aastate lõikes, seejärel arvutatakse planeeritavad investeeringud ja käibekapitali vajadus. Äritegevuse rahavooge prognoosides koostatakse iga aasta kohta *pro forma* kasumiaruanded. Seda alustatakse ettevõtte käibe prognoosimisest, seejärel prognoositakse kõik olulisemad kulud kuni lõpuks jõutakse ärikasumini. Prognoosimisel on aluseks

ettevõtte analüüsi käigus omandatud informatsioon ja ka eelnevad finantsaruanded (Ühinemised ja ... 2011: 135).

Käibekapitali vajaduse prognoosimisel kasutatakse eelnevalt valminud *pro forma* kasumiaruandeid ning debitoorse ja kreditoorse võlgnevuse ning varude prognoositavaid käibevälteid. Nende leidmisel lähtutakse ettevõtte enda varasematest näitajatest ning tegevusharus väljakujunenud praktikast. Kuna tegemist on diskonteeritud rahavoogude olulisema sisendiga, mis mõjutab väga suures osas ettevõtte väärtuse lõplikku hinnangut, tuleb enne järgmisesse etappi asumist kõik näitajad veel kriitiliselt üle vaadata. Prognooside kontrollimisel tuleks esmalt alati saadud tulemusi võrrelda ettevõtte enda minevikutulemustega, kuid seejärel ka teiste sektoris tegutsevate ettevõtetega (Sealsamas: 136).

Rahavooge planeerides tuleks vältida levinumaid vigu, mida rahavoogude planeerimisel tehakse (Sealsamas: 137):

- 1) kasvutempo ülehindamine – kui ettevõttel on toimunud mingil perioodil suur kasv teatud töö tulemusena, siis võetakse see arvesse ka järgmistel aastatel kuigi samasuguse kasvutempo hoidmine pikema perioodi jooksul on jõukohane vaid vähestele ettevõtetele;
- 2) investeeringute vajaduse alahindamine – kui ettevõtte tahab kiiresti kasvada, tähendab see ka enamasti suuri investeeringuid, mida tihtipeale alahinnatakse prognoose tehes;
- 3) mastaabisäästu ülehindamine – ettevõtte prognoosid näevad ette olulist mastaabisäästu tootmis- ja tööjõulukulude osas, milleni aga ei ulatu ükski teine samas sektoris tegutsev ettevõtte;
- 4) ainult ühe stsenaariumi prognoosimine – alati tuleks hindamisel koostada mitu stsenaariumit, sest väga täpselt ühe konkreetse stsenaariumi koostamine ja ette ennustamine on väga keeruline.

Rahavoogude prognoosimine on kõige olulisemaks sisendiks ettevõtte väärtuse hindamisel, seega tuleb arvestada kõiki nüansse ning ülaltoodud vigu kindlasti püüda vältida.

1.3.4. Kapitali kaalutud keskmine hind

Kapitali hind on tootlus, mida investorid soovivad ettevõttesse investeerides tagasi saada. Kapitali hind seostab ettevõtte finantsjuhi poolt tehtavad finantseerimis- ja investeerimisotsused (Raudsepp 1997: 74). Tegemist on ühelt pool kompensatsiooniga võetud riski eest ja teiselt poolt kapitali alternatiivkuluga. Kapitali hind on aluseks ettevõtte prognoositud rahavoogude diskonteerimisel ja nüüdisväärtuse leidmisel. Kuna ettevõtte tegevust finantseeritakse enamasti kasutades nii oma- kui ka võõrkapitali, siis tuleb diskontomäära leidmisel arvesse võtta mõlema kapitaliallika hinda. Ettevõtte oma- kui võõrkapitali hinna arvutamiseks kasutatakse ettevõtte rahavoogude diskonteerimisel kapitali kaalutud keskmist hinda (*WACC – Weighted average cost of capital*) (Ühinemised ja ... 2011: 139). Kokkuvõttes on kapitali maksumus omakapitali ja võla maksumuse kaalutud keskmine, mis leitakse (Fernandez 2002: 454):

$$WACC = \frac{D}{D+E} k_d + \frac{E}{D+E} k_e \quad (1.3.4.1)$$

kus *WACC* on kapitali kaalutud keskmine hind,

D – võõrkapitali väärtus;

E – omakapitali väärtus;

k_d – võõrkapitali hind;

k_e – omakapitali hind.

Ülaltoodud valem ei sisalda maksumäära, sest Eesti tulumaksuseaduse kohaselt ei tule makse arvesse võtta, kuna tulumaks arvestatakse välja makstavatelt dividendidelt. Antud valem sisaldab ainult kahte kapitali liiki, omakapitali ja võõrkapitali. Praktikas aga võib ettevõtte kapitalistruktuur olla palju mitmekesisem, sest võõrkapitali saab kaasata väga erineval moel – lühiajaliste ja pikaajaliste laenudena, võlakirjadena jpm. Seega on oluline kõik olulisemad võõrkapitali allikad arvesse võtta eraldi (Zirnask 2008: 61). Laenukapitali hinnana kasutatakse tavaliselt ettevõtte emiteeritud võlakirjade praegust tootlust. Kuid paraku pole enamik Eesti ettevõtteid võlakirju emiteerinud ja seetõttu tuleb leida alternatiiv laenukapitali hinna määramiseks. Seega võetakse üsna sageli võlakapitali kulukuse määra arvutamisel aluseks ettevõttel olemasolevate laenude intressimäär, siinkohal aga võib kirjandusest leida majandusteoreetikute seas vastuolusid, kuna laenud võivad olla võetud

kauges minevikus ja ettevõtte ei pruugi enam sellise intressiga laenu saada. Kõige parem oleks sellises olukorras kasutada pikaajalist baasintressimäära ning ettevõtte viimase pikaajalise laenu riskimarginaali (Ühinemised ja ... 2011: 141).

Selleks, et leida omakapitali hind, on võimalik kasutada kas ajaloolisi andmeid või rahandusteoreetilisi mudeleid. Laialdaselt on levinud omakapitali hinna leidmisel *CAPM* (*Capital assets pricing model*) mudeli kasutamine, mille kohaselt on omakapitali hind võrdne riskivaba tulumäära ning ettevõtte riskiga kaalutud aktsiaturgude riskipreemiasummaga (Sealsamas: 141):

$$k_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (1.3.4.2)$$

kus k_e on aktsionäride nõutav tulumäär ehk omakapitali kulukuse määr,

R_f – riskivaba tulumäär;

R_m – aktsiaturgude oodatav tulusus;

β – beetakordaja ehk aktsia süstemaatiline risk.

Riskivaba tulumäär on tavaliselt valitsuse võlakirjade pikaajaline tulumäär, kuna aga Eesti Vabariik ei ole emiteerinud valitsuse võlakirju, siis kasutatakse praktikas tihti Saksa valitsuse võlakirju, millele lisatakse Eesti riigiriski preemia (Sealsamas: 141). Eesti Konkurentsiamet on 2016. aastal andunud välja juhendi kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks, kust leiab riskivaba tulumäära ja Eesti riigi riskipreemia (Juhend 2016.a kaalutud keskmise ... 2016: 4–5).

Aktsiaturgude oodatav tootlus leitakse tavaliselt ekspertarvamuse või ajaloolise tootluse põhjal. Praktikas kasutatakse enamasti mõne arenenud turu aktsiaindeksi tootlust, millele lisatakse täiendav riskipreemia (Ühinemised ja ... 2011: 142).

Beetakordaja (β) näitab, kas ettevõtte on turul riskitaseme poolest keskmisest ettevõttest riskantsem või mitte. Turuindeksi beeta on üks. Kui aktsia beeta on alla ühe, siis aktsia risk on alla turu keskmise, kui aktsia beeta on üle ühe, siis on aktsia risk üle turu keskmise (Juhend 2016.a kaalutud keskmise ... 2016: 12). Avalikult mittekaubeldava aktsiaga äriühingu puhul leitakse beeta võrdlusrühmi põhjal, kuhu kuuluvad sarnase tegevusalaga ja

enam-vähem sama suured avalikult kaubeldavad äriühingud (Ühinemised ja ... 2011: 142). Kõiki valemis vajaminevaid tegureid leides tuleb toetuda eelpool viidatule, et omakapitali kulukuse määr oleks võimalikult täpne.

1.3.5. Ettevõtte väärtuse leidmine

Ettevõtte väärtus leidmiseks kõige üldisem valem on toodud alljärgnevalt, kus ettevõtte poolt tulevikus genereeritud rahavoogude diskonteerimisel kapitali kaalutud keskmise hinnaga leitakse ettevõtte kui terviku väärtus (Damodaran 2012: 272):

$$V = \sum_{t=1}^{t=n...1} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} \quad (1.3.5.1)$$

kus V on ettevõtte väärtus,

$FCFF_t$ – ettevõtte vabad rahavood perioodil t ;

$WACC$ – kapitali kaalutud keskmine hind.

Ettevõtte väärtuse hindamine baseerub aga üldjuhul pikemal prognoosiperioodil kui üks aasta, siis on kasutusele võetud rahavoo jätkuväärtus. Järgnevalt on välja toodud valem, kus ettevõtte lõppväärtuse arvutamisel, võetakse arvesse prognoosiperioodi loodavate rahavoogude väärtus ja jätkuväärtus (Damodaran 2012: 273):

$$V = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}/(WACC-g_n)}{(1+WACC)^n} \quad (1.3.5.2)$$

kus V on ettevõtte väärtus,

g_n – stabiilne kasvumäär n aastaga;

$FCFF_{n+1}/(WACC - g_n)$ – jätkuväärtus ehk terminaalkväärtus.

Valemi kohaselt eeldatakse, et pärast prognoositud rahavoogude perioodi kasvab ettevõtte rahavoo lõpmatuseni. Prognoosiperioodi väärtuse ja jätkuväärtuse kokku liites leitakse ettevõtte väärtus diskonteeritud rahavoogude meetodil. Kasvumäärana kasutatakse tavaliselt üldise majanduse pikaajalist kasvumäära.

Rahavoogude hinnangud põhinevad eeldustel, seega tuleb arvesse võtta kui tundlikud need eeldused on. Rahavoogude tundlikkust saab analüüsida, hinnates erinevate stsenaariumide rahavoogusid ümber. Sensitiivsusanalüüsi ehk tundlikkuse analüüsi, mida nimetatakse ka stsenaariumianalüüsiks, on üheks võimalikuks tulemuste uurimise meetodiks, arvestades analüüsis ühe teguri muutumist. Mõnikord nimetatakse seda analüüsi „mis-siis-kui“ analüüsiks- “mis siis, kui see muutub”, „mis siis, kui see muutub” jne. Mõnikord eristatakse tundlikkuse analüüsi ja stsenaariumianalüüsi. Esimeseks on võimalik muuta sisendparameetreid, et luua lai valik võimalikke tulemusi. Teiseks on võimalik pakkuda välja piiratud või väga väike arv ebatavalisi ja sageli äärmuslikke juhtumeid või stsenaariume. Näiteks võib konkreetne stsenaarium hõlmata ülemaailmset majanduslangust koos maksuvähendusega, föderaalreservi intressimäära kärpimisega või varade suurenenud volatiilsusega. Sensitiivsusanalüüsi miinuseks on aga, see et analüüs keskendub ainult ühele muutusele korraga, kuigi tegelikult võivad mitmed tegurid olla oma vahel soetud ehk kui muutub üks näitaja väiksemal või suuremal määral siis muutub ka teine (Valuation Techniques... 2012: 499).

Tearu ja Krumm toovad erinevate võimalike prognoosimiste stsenaariumitena välja (2005: 184):

- 1) pessimistlik variant – lähtub suhteliselt tagasihoidlikest maa majandusliku arengu ja ettevõtte tootmis- ja müügiprognoosidest. Seda võib nimetada ka avariiplaaniks, mis peab välja selgitama ettevõtte ellujäämise võimalused halbades majanduslikes tingimustes.
- 2) Nominaalne ehk realistlik variant – lähtub majandusliku arengu ja ettevõtte tegutsemise enamtõenäolisematest eeldustest.
- 3) optimistlik variant – näeb ette ettevõtte tegutsemise eriti soodsates majanduslikes tingimustes. Kajastab ettevõtte tegevuse laienemist ning selleks kasutatavaid finantsressursse.

Autor lähtub ettevõtte hindamisel samuti välja toodud kolmest stsenaariumist, kus rahavood prognoositakse kolme ülaltoodud stsenaariumi alusel. Antud lähenemisviis annab ülevaate ettevõtte kolmest võimalikust arengust ning näitab, kuidas need mõjutavad lõppväärtust.

Kuigi diskonteeritud rahavoogude mudeli laialdast kasutamist on tõestatud mitmete teaduslike uurimustega, leitakse ka meetodi kasutamisel mitmeid miinuseid, mis teevad selle kasutamise küsitavaks (Ettevõtte finantsjuhtimine: regionaalaspekt 2011: 41–43):

- 1) oodatavate rahavoogude realiseerimine on ebakindel ja seotud riskidega. Ühelt poolt võivad tulemusi mõjutada kontrollimatud ja prognoosides arvestamata jäänud turutegurid, aga teiselt poolt juhtkonna suutlikkus planeeritud tegevuse elluviimisel. Risk ootuste realiseerimise suhtes on seda suurem, mida haavatavam on majanduskeskkond, kus ettevõtte tegutseb. Riskide suurenedes suureneb ka omanike nõutav tulunorm ning seejärel ka kapitali hind.
- 2) prognoosimine nõuab spetsiaalseid oskusi ning oluline on, et ettevõttes on olemas inimesed, kes oskavad ette näha ja prognoosida ettevõtte tegevust. Spetsiifiliste teadmiste tase oleneb vastavate teadmistega agentide arvust ettevõttes. Gavius ja Parmet on uurinud, kas eraettevõtete hinnangud sisaldavad lisainformatsiooni võrreldes analüütikute tavapäraste hinnangutega. Uuringus otsitakse vastust, kas eraettevõtete eksperthinnangud, mis on läbi viidud mingi spetsiifilise eesmärgi jaoks sisaldavad sisukat lisainformatsiooni võrreldes avalike analüütikute läbi viidud hinnangutega, mida viiakse läbi rutiinselt investeerimisfirmade poolt. Nad jõuavad tulemuseni, et eraettevõtete eksperthinnangud võivad olla täpsemad ja usaldusväärsemad, aga nende üleolek avalikest hinnangutest on siiski küsitav (2009).
- 3) prognoosid teeb tavaliselt juhtkond, kelle tegevust hinnatakse. Seega tekib konflikt, kus juhtkond on motiveeritud tegema optimistlikke prognoose, lisaks võib suureneva andmetega manipuleerimise risk.
- 4) diskonteeritud rahavoogude mudelite võrdlemine konkurentide või sektori näitajatega on raskendatud, kuna probleemiks on informatsiooni puudulikkus uute investeeringute ja nende poolt loodavate rahavoogude kohta. Samas on tulemuste võrdlemine üheks olulisemaks indikaatoriks ettevõtte majandustegevuse hindamisel.
- 5) probleem on aktuaalne kiiresti kasvavas majanduskeskkonnas tegutsevate ettevõtete puhul. Nagu eelpool mainitud kujuneb ettevõtte väärtus kahest komponendist – rahavoogudest prognoositava perioodi jooksul ja jääkväärtusest pärast prognoositavat perioodi. Kuna aga Eesti majandus on jätkuvalt tugevas kasvufaasis ning vajalike investeeringute tõttu on ettevõtete rahavood negatiivsed, siis võib ettevõtete vabade rahavoogude tase olla endiselt madal või negatiivne ning sellisel juhul võivad

diskonteeritud rahavoogude mudelid anda ebamõistlikke tulemusi, millel puudub praktiline väärtus.

Lisaks on Fernandez uurinud kõige sagedamini esinenud vigu ettevõtte väärtuse hindamisel. Uuringus on kokku kogutud ja klassifitseeritud 12 kõige tavalisemat viga, mis on tekkinud finantsanalüütikute, investeerimispankade ja finantskonsultantide poolt läbi viidud hindamiste käigus. Fernandezi kogutud andmete põhjal on kõige sagedasemad vead (2005):

- 1) hindamisel kasutatakse valet *beta* väärtust;
- 2) *WACC*-i vale arvutamine;
- 3) maksukilpide väärtuse vale arvutamine;
- 4) riigist sõltuvate riskidega valesti arvestamine;
- 5) rahavoogude valesti hindamine;
- 6) vead hooajaliste ettevõtete hindamisel;
- 7) vead jääkväärtuse arvutamisel;
- 8) vead kordarvude kasutamisel;
- 9) aja-väärtuse vastuolud;
- 10) tegelike optsoonide väärtuse arvesse võtmine ilma igasuguse majandusliku tähenduseta;
- 11) väitmine, et erinevad diskonteeritud rahavoogude hindamismeetodid annavad erinevaid hinnanguid;
- 12) väitmine, et „hindamine on teaduslik fakt, mitte arvamus”.

Seega pole võimalik tegelikult öelda, kas hindaja leitud ettevõtte väärtus on õige või vale, sest kõik sõltub hindamisel kasutatavatest sisenditest ning kui erinevad hindajad näevad sisendeid erinevalt võibki jõuda lõpuks väga erinevate tulemusteni. Samas peetakse antud meetodit kõige täpsemaks hindamismeetodiks, kus ettevõtte käekäiku hästi tundes, saab teha reaalseid prognoose ning neile tuginedes leida ettevõtte tõenäoline väärtus.

2. TATOLI AS-I VÄÄRTUSE HINDAMINE

2.1. Ettevõtte tutvustus

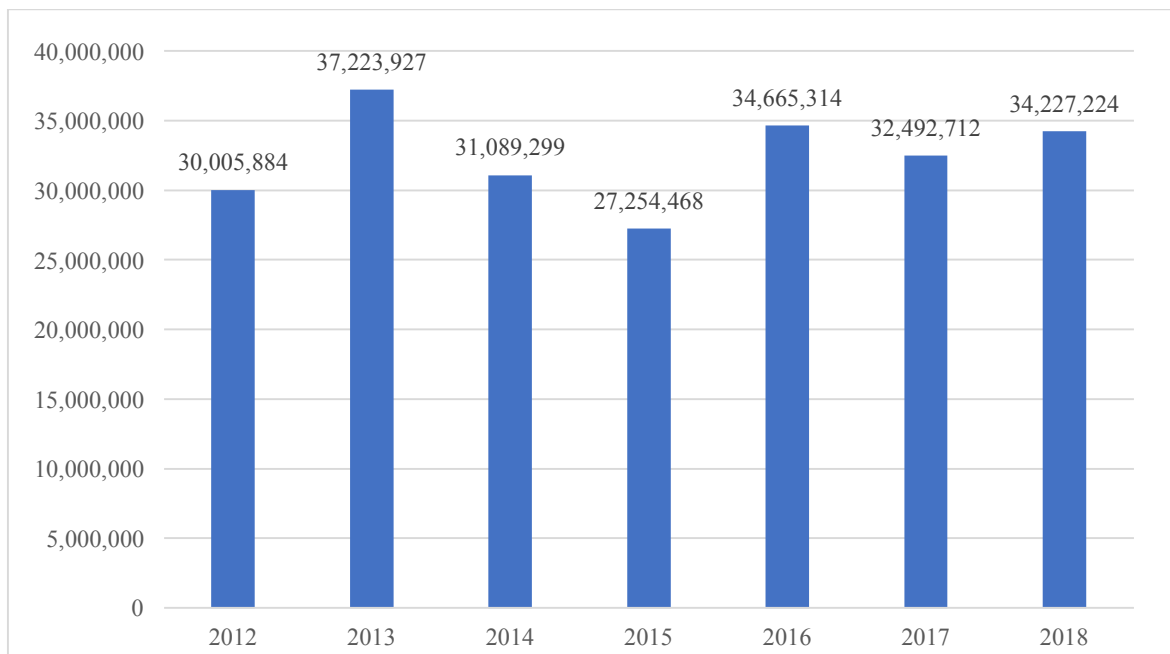
Tatoli AS on Eesti kapitalil põhinev põllumajandustehnika müügi, -hoolduse ja -remondiga tegelev ettevõtte. Tegevuse alguseks võib lugeda 1990. aastat, kui alustati vene põllumajandustehnika müügiga Eestis. Alates 1992. aastast hakati müüma Läti, Leedu, Poola ja teiste Euroopa riikide põllutöomasinaid ja nende varuosi. Aastatega arenes ettevõtte jõudsalt ning tootevalikusse lisandus uusi kaubamärke. 1996. aastal sõlmiti koostööleping maailma ühe juhtiva põllumajandusmasinaid tootva ettevõttega CNHI International S.A., kes tegeleb peamiselt New Holland'i masinate müügiga. Tänu sõlmitud lepingule sai Tatoli AS New Holland'i kaubamärgi ametlikuks esindajaks ja edasimüüjaks Eestis.

Tänapäevaks müüb, hooldab ja varustab varuosadega Tatoli AS enam kui 30 erineva tuntud kaubamärgi tooteid. Lisaks eelmainitud New Holland'ile on suurimad kaubamärgid veel Horsch, Överum, JF-Stoll, Joskin, Quicke, Maschio, Caruelle, Biso, Bema, McConnel, AgLeader jne. Tatoli AS-i müüdavad masinad on orienteeritud peamiselt suurtootjatele, et haarata võimalikult suurt osa Eesti põllumajandusmasinate turust. Tatoli AS müüb ka Eesti põllumeestelt tagasi ostetud kasutatud masinad. Lisaks siseturule müüakse kasutatud masinaid ka naaberriikidesse nagu Läti, Leedu, Poola ja Soome ning on müüdud ka Euroopa Liidust välja näiteks Iraaki, Moldovasse ja Ukrainasse. Tatoli AS pakub tööd rohkem kui 50-le töötajale, kellest kõige suurema osa moodustavad mehaanikud, et tagada klientidele tänapäevane teenindus ja hooldus kõigile ettevõtte poolt müüdud masinatele. Ettevõtte omab kolme esindust ja kahte edasimüüjat Eesti eri paigus, see võimaldab ettevõttel tagada võimalikult tihe müügi- ja teenindusvõrk, et garanteerida klientidele minimaalsete seisakutega töö.

Oma tegevuse algusest alates on Tatoli AS püsinud Eestis kindlalt traktorite ja kombainide müügiedetabelites parimate seas. New Holland'i kaubamärgi kõrval moodustab suure osa ka Horsch külvikute, pritside ja mullaharimisriistade müük. Saksamaalt pärit Horsch on üks maailma uuenduslikem ja kiiremini arenevaid ettevõtteid põllumajandusmasinate tootjate

seas, kellega Tatoli AS-il on sõlmitud ainuesindusleping Eestis. Viimastel aastatel on Tatoli AS tugevasti kasvatanud ka teraviljakäitlusseadmete müüginumbreid, osaledes Eesti suurimate objektide projekteerimisel ja ehitamisel. Oma 29 tegevusaasta jooksul on Tatoli AS jõudnud Eesti kõige suuremate põllumajandusmasinate müüjate hulka. Nii omab Tatoli AS tänaseks ligikaudu 20% traktorite, 30% teraviljakombainide ja -külvikute müügiturust Eestis.

Järgnevalt on joonisel 2 välja toodud ettevõtte müügitulu. Joonisel on näha, et ettevõtte müügitulu on viimasel 7 aastat olnud stabiilselt üle 30 miljoni euro, välja arvatud 2015. aastal, kui müügitulu langes 27 miljoni euroni.



Joonis 2. Tatoli AS-i müügitulu aastatel 2012–2018, €.

Allikas: autori koostatud Tatoli AS-i majandusaasta aruannete põhjal aastatel 2012–2018

2013. aastal saavutas ettevõtte oma rekordmüügitulu, mis kasvas üle 37 miljoni euro, kui ettevõttel õnnestus müüa ka rekordarv traktoreid ja kombaine. Põllumasinate müüki mõjutab suuresti viljasaak ja viljahinnad, lisaks on suur mõju ka piima hinnal. Seega saab kõrgeid müüginumbreid põhjendada 2012. aastal olnud hea vilja-aastaga, kus põldudelt koristati rekordsaak vilja. Läbi aegade suurim teraviljasaak, mis põldudelt koristati oli 991,2 tuhat tonni (Statistikaameti andmebaas PM04). Tänu heale viljasaagile ja kõrgetele kokkuostuhindadele oli põllumeestel võimalus investeerida ja uuendada oma masinaparki.

2014 ja 2015. aastal oli müügitulu languses. Seda mõjutasid masinate kahanenud müüginumbrid, mille põhjuseks võib lugeda 2013. aasta rekordmüügiga uuenenud põllumeeste masinaparki ja madalamaid teravilja- ja piimakokkuostuhindu. Viimasel kolmel aastal on ettevõtte müügitulu püsinud stabiilsel tasemel ilma suuremate kõikumisteta. 2016. aastal kasvas müügitulu üle 34 miljoni euro, mida saab suuresti põhjendada 2015. aastal põldudelt koristatud rekordviljasaagiga, teravilja saadi kokku 1535,2 tuhat tonni. Lisaks on oluline roll riigi poolt põllumeestele välja makstavatel toetustel. Kuna eri aastatel toetatakse erinevaid masinaid, mõjutab see ka ettevõtte müügitulu. 2017. aastal on müügitulu küll veidikene langenud, kuid 2018. aastal on ettevõttel õnnestunud müügitulu kasvatada. Tatoli AS on just viimastel aastatel suurendanud teraviljakäitlusseadmete ja -masinate ning haakeriistade müüki, tänu millele on müügitulu kasvanud.

Tabelis 3 on välja toodud kui suure osa moodustavad ettevõtte poolt müüdavad tooted ja teenused ettevõtte müügitulust. Võrdluseks on võetud 2017 ja 2018 aastad, et oleks näha ka muutuste trendi.

Tabel 3. Tatoli AS-i müügitulu toodete- ja teenuste kategooriate lõikes

Allikas: autori koostatud Tatoli AS-i sisearuannete põhjal

	2017		2018	
NH masinad	13 365 305	41,13%	11 753 000	34,34%
Kasutatud masinad	6 358 040	19,57%	5 587 918	16,33%
Haakeriistad	4 518 470	13,91%	5 562 549	16,25%
Teraviljakäitlusseadmed	3 678 027	11,32%	6 350 843	18,55%
Varuosade müük	3 156 215	9,71%	3 384 949	9,89%
Rent	750 797	2,31%	712 529	2,08%
Remont ja hooldus	444 923	1,37%	571 209	1,67%
Muud kaubad ja teenused	220 934	0,68%	304 229	0,89%
Kokku	32 492 712	100,00%	34 227 224	100,00%

Märkus. NH- New Holland.

Tabelis 3 on näha, et üle 1/3 müügitulust moodustab New Holland'i masinate müük, siia alla kuuluvad kõik New Holland'i marki traktorid ja kombainid. 2017. aastal on New Holland'i masinaid müüdud 13,3 miljoni euro eest, moodustades kogu müügitulust 41,13%, 2018. aastal on New Holland'i masinate müük vähenenud, masinaid müüdi 11,7 miljoni

euro eest, moodustades kogu müügitulust 33,34%. Lisaks New Holland'i uutele traktoritele ja kombainidele moodustavad veel Tatoli AS-i kogu müügitulust üle 10% kasutatud masinad, haakeriistad ja teraviljakäitlusseadmed. 2017. aastal kuuluvad suuruselt teise kategooriasse kasutatud masinate müük moodustades müügitulust 19,57%, ning suuruselt kolmanda kategooria moodustab haakeriistade müük, mis on müügitulust 13,91%. Kuna masinate müük on 2018. aastal võrreldes 2017. aastaga tunduvalt vähenenud, on ettevõtte müügitulu tõusnud teiste toodete ja teenuste arvelt. Kõige suurema kasvu on teinud teraviljakäitlusseadmete sektor. Teraviljakäitlusseadmete sektor tegeleb uute teraviljakäitlusobjektide projekteerimise ja ehitamisega, olemasolevate uuendamise ja laiendamisega ning objektide korralise hoolduse ja remondiga. Lisaks sellele müüb ettevõtte erinevaid teraviljakäitlusseadmeid ja -varuosi. Kui 2017. aastal moodustas teraviljakäitlusseadmete sektor kogu müügitulust 11,32%, siis 2018. aastal moodustas see 18,55%, osakaal on suurenenud 7% võrra. Suurt tõusu saab põhjendada ettevõtte poolt ehitatud mitmete suurte teraviljakäitlus- ja hoiustamisobjektidega.

Lisaks on kasvanud haakeriistade müük, kui 2017. aastal müüs ettevõtte haakeriistu 4,5 miljoni euro eest (13,91% müügitulust), siis 2018. aastal on müük tõusnud ühe miljoni võrra, moodustades 16,25% kogu müügitulust. Haakeriistade müügist moodustavad suurema osa teravilja- ja väetisekülvikud, taimekaitsepirtsid, heinatehnika, mullaharimismasinad ja haagised. Müügikasvu haakeriistade sektoris on kaasa aidanud maailma ühe innovaatilisema põllumajandusmasinate tootja Horsch'i toodete müük. Viimastel aastatel on Horsch turule toonud palju uuenduslikke tooteid, mida teised tootjad veel ei paku ja millele on ka Eestis suur nõudlus. Tatoli AS on Horsch Maschinen GmbH'i ainuke ametlik edasimüüja Eestis. Samuti on oluline välja tuua varuosade müügi ja pakutava remondi osakaalu kasvu, mis on põhjendatud uute põllumajandusmasinate tehniliselt keerulisemaks muutumisega. Uued traktorid ja põllumajandusmasinad sisaldavad tänapäeval väga palju elektroonikat, mida põllumehed ei ole suutelised iseseisvalt parandama ja hooldama, selle tulemusena pöörduakse üha sagedamini margiesindusse. Ettevõtte pakub ka pikendatud garantiiaega, mis seob kliendi pikemalt esindusega. Masinate remondi ja hoolduse osakaalu pidevat kasvu on prognoosinud ka Taani Põllumajandusmasinate Vahendajate Assotsiatsiooni koostatud uuring aastaks 2020. Nende andmetel tuleb masinate edasimüüjatel arvestada sellega, et: (Andersen, Husfeldt: 71)

1) teenindus muutub kõige olulisemaks teguriks;

- 2) suureneb fookus professionaalsele teenindusele;
- 3) masinate edasimüüjad vajavad nõuete täitmiseks tugevaid rahalisi vahendeid;
- 4) eeltingimuseks on tihedam koostöö tootja ja masina edasimüüja vahel.

Seega on ettevõtte jaoks väga oluline pakkuda klientide professionaalset ja kiiret teenindust. Eesti Maanteeameti poolt koostatud müügitabel toob välja palju on ettevõtte igal aastal müünud traktoreid ja kombaine, tabelis 4 on välja toodud ettevõtte poolt müüdud New Holland'i traktorid ja kombainid aastatel 2012–2018.

Tabel 4. Tatoli AS-i müüdud New Hollandi traktorid ja kombainid aastatel 2012–2018, tk Allikas: autori koostatud, andmed võetud Eestis arvele võetud traktorid ... 2012–2018 andmebaasist

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
NH traktorid	126	144	112	82	64	79	72
NH kombainid	37	48	28	49	22	29	18

Tabelist on näha, et esimesel kolmel aastal on ettevõtte müüginumbrid olnud kõrged ning 2015–2018. aastatel on müük püsinud stabiilsel tasemel. Rekordilised müüginumbrid on saavutatud peamiselt tänu kõrgele teravilja turuhinnale ja *PRIA* poolt makstud investeeringutoetustele. Viimastel aastatel on masinate müüginumbrid olnud enamjaolt stabiilsel tasemel, ilma suuremate tõusuteta ja langusteta. 2013. aastal müüdud 144 traktorit ja 48 kombaini võib pidada üliheaks tulemuseks, mis on tingitud mitmete soodsate tegurite kokkulangemisest. Eesti turul müüakse aastas keskel läbi 400 traktorit ja 90 kombaini, millega on saavutatud tarbimise maksimum, seega on müüjatel võimalik turuosa suurendada vaid konkurentide turuosa arvelt.

2.2. Ettevõtte tegevuskeskkonna ja konkurentsianalüüs

Põllumajandusega on tegeletud juba aastasadu ning aastatega on majandusharu olnud pidevas muutumises. Põllumajandusega tegeledes on peamiseks ressursiks maa. Eestis on põlluks sobilikku maad palju, kuid mujal maailmas on põllumaa väga kriitiliselt piiratud. See annab Eesti põllumeestele suure eelise võrreldes näiteks Euroopa juhtivriikidega, kus igal aastal kaob suur osa põllumaast asfaldi või betooni alla. Samas on üheks kõige

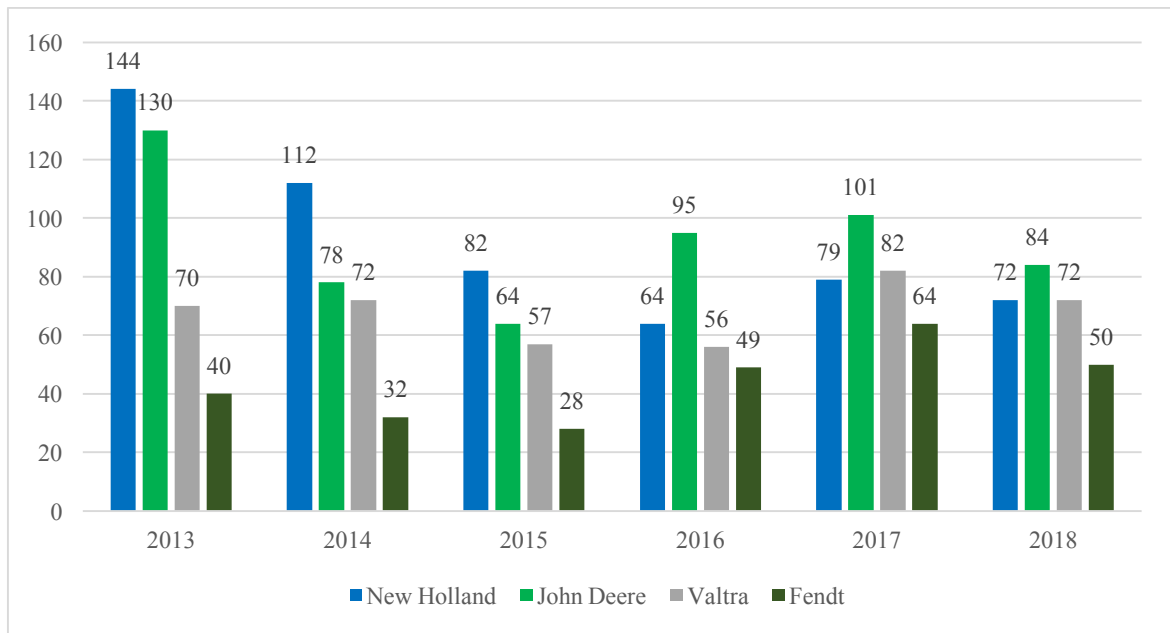
olulisemaks teguriks efektiivsus, USAst pärit Nobeli preemia saanud agronoom, Norman Borlaug, on öelnud, et mida efektiivsemalt suudetakse põldudelt saadusi toota, seda vähem on ka põlde vaja (Äripäev 2013 27. veebruar). Siinkohal mängivad suurt rolli põllutöomasinad, oluline on kulud minimeerida, sealjuures toodang maksimeerides.

Kuna põllumajandustehnika hinnad on väga kallid, on põllumehed tugevalt sõltuvad erinevatest finantseerimisasutustest ja Euroopa Liidult saadavatest toetustest. Euroopa Liidult saadavate toetuste välja maksmiseks on Eestis loodud *PRIA* ehk Põllumajanduse Registrite ja Informatsiooni Amet. *PRIA* on Eestis Euroopa Liidu akrediteeritud makseagentuur, mille ülesandeks on riiklike toetuste ning Euroopa Liidu poolt saadavate põllumajanduse ja maaelu arengu toetuste, lisaks veel Euroopa Merendus- ja Kalandusfondi toetuste ning turukorralduslike toetuste andmise korraldamine (*PRIA* 2017). Toetuse saamiseks on kehtestatud täpsed tingimused vastavates maaeluministeeriumi määrustes.

Põllumajandusmasinate ja -seadmete soetamiseks on toetuste taotlemine olnud läbi aastate väga aktiivne ning toetuse soovijaid on tavaliselt rohkem kui eelarve toetusi määrata võimaldab. Toetuse abil soovitud masinate hulgas on alati on ülekaalus traktorid. *PRIA* andmetel sooviti 2017. aastal toetust 12 079 põllutöömasinale ja -seadmele. Toetused määrati 8127 masina jaoks ning neist välja maksti 6594 toetust, mille kogusumma oli 95 miljonit eurot (*PRIA* 2017). Toetused on Eesti põllumeestele elulise tähtsusega, sest tihti ongi just toetuse saamine määravaks, kas saadakse uus põllutöömasin soetada või mitte. Seega on ka Tatoli AS-i masinate müüginumbrid väga palju mõjutatud *PRIA* välja maksvatest toetustest.

Lisaks on palju muid tegureid, mis mõjutavad põllumeest masina ostmisel, näiteks kaubamärgi nimi, traktori võimsus, müügijärgne teenindus, edasimüügi väärtus jne. New Holland'i kaubamärki võib pidada üheks vanimaks ja suurimaks põllumajandusmasinate tootjate seas. New Holland'i masinaid on toodetud juba üle 100 aasta ning aastatega on New Holland'ist kujunenud põllumeeste seas üle maailma tuntud kaubamärk. Läbi aastate on New Holland'i masinad olnud maailma müügiedetabelite tipus, tänu millele on kaubamärk tuntud ja levinud kogu maailmas. New Holland'i masinaid iseloomustavad kõrgetasemelised insener-tehnilised lahendused, milleni paljude konkurentide masinad ei ole veel jõudnud.

Lisaks Tatoli AS-i müüdavale New Holland'ile, on Eesti turul tuntud veel John Deere'i, Claas'i, Vendt'i, Valtra, Case'i, Tým'i, Kubota, Deutz-Fahr'i, Massey Ferguson'i traktorite kaubamärgid. Konkurents turul on pidevalt kasvav, kuna viimastel aastatel on turule lisandunud uusi traktorite tootjaid. Eesti Maanteeameti koostatud statistikas on välja toodud, et 2008. aastal müüdi Eestis 14 erinevat marki traktoreid, aga 2018. aastal juba 21 erinevat marki traktoreid. See näitab, et turg on järjest arenev ja nõudlus erinevate markide järele on kasvav. Uute tootjate turuosa Eesti põllumajandussektoris on aga veel väike, kuna peamiselt Aasia päritolu traktorid, on mõeldud pigem väiketootjatele. Tatoli AS on võtnud suuna just suurl klientide teenindamisele, kuna Eesti põllumajanduse areng toetub peamiselt suurtootmisele. Tatoli AS konkureerib oma tegevusega peamiselt Eestis turul ning järgnevalt on vaatluse alla võetud ettevõtte konkurendid, kes müüvad samuti peamiselt suurema võimsusega ja tootlikkusega põllumajandustraktoreid ja -masinaid. Suurema võimsusega traktorite turuosa jaguneb peamiselt kaheksa suurema tootja vahel, kelleks on New Holland, John Deere, Valtra, Fendt, Case, Claas, Massey Ferguson ja Deutz-Fahr. Joonisel 3 on välja toodud nelja enimmüüdud traktorimargi müüginumbrid aastatel 2013–2018.

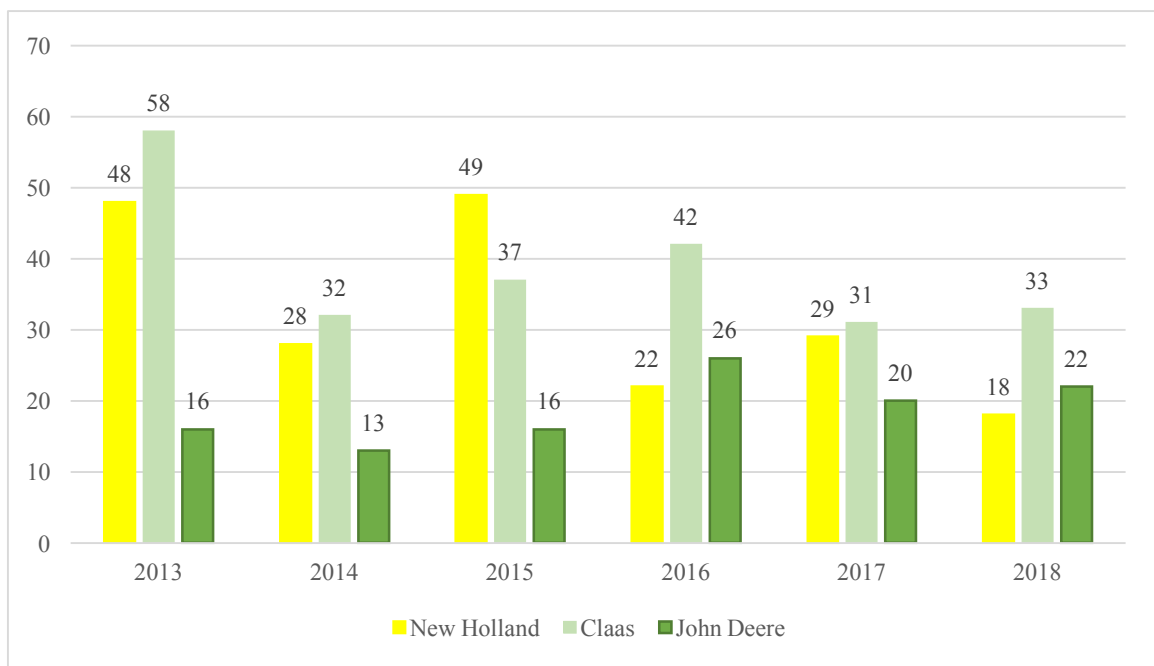


Joonis 3. Enimmüüdud traktorid markide lõikes Eestis aastatel 2013–2018, tk.

Allikas: autori koostatud, andmed võetud Eestis arvele võetud traktorid... 2013–2018 andmebaasist

Jooniselt on näha, et aastatega on traktorimüüjate turuosa jaotunud ühtlasemalt, kui 2013. aastal olid turu kindlad liidrid New Holland ja John Deere, siis 2018. aastaks on Valtra traktorite müüginumbrid jõudnud turuliidritega samale tasemele. Valtra traktorite kõrged müüginumbrid viimastel aastatel on põhjendatud konkurentidest soodsamate hindadega. Alates 2016. aastast on tabelit juhtinud John Deere'i traktorid, mille põhjuseks saab lugeda kaubamärgi müüja vahetumist. 2015. aastast sai uueks John Deere'i kaubamärgi esindajaks Eestis Baltic Agro Machinery OÜ, kelle müügieeliseks on klientide sidumine ettevõttega läbi teravilja ostulepingute. Vaatamata sellele, et Tatoli AS on kaotanud liidripositsiooni, on aastatega õnnestunud säilitada 20%-line turuosa kogu müüdud traktorite turust.

Joonis 4 näitab müüdud kombainide edetabelit, kus on välja toodud kombainide turgu juhtivad enimmüüdud margid: New Holland, Claas ja John Deere, kellele kuulub 85% kogu kombainimüügi turust Eestis.



Joonis 4. Enimmüüdud kombainid markide lõikes Eestis aastatel 2013–2018, tk.

Allikas: autori koostatud, andmed võetud Eestis arvele võetud traktorid... 2013–2018 andmebaasist

New Holland, Claas ja John Deere on ka maailmas kõige enimmüüdud teraviljakombainid, mille põhjuseks on nende markide innovaatus ja kõrge tehniline tase, milleni teised tootjad ei ole jõudnud. Nende kaubamärkide kombainid on suunatud eelkõige suurtootjatele,

kuna tegemist on väga kõrge tootlikkuse ja kõrgesse hinnaklassi kuuluvate masinatega. Joonisel 4 on näha, et aastatel 2013–2015 on kombainide turgu kindlalt vaheldumisi juhtinud New Holland'i ja Claas'i kombainid, viimasel kolmel aastal on aga John Deere'i kombainide turuosa suurenenud. Põhjusena saab välja tuua juba eelpool mainitu ning klientide pikaajaline sidumine teravilja kokkuostulepingutega.

Eelpool välja toodud traktorite ja kombainide müüjaid saabki pidada Tatoli AS-i peamisteks konkurentideks. Sarnaselt Tatoli AS-ile on ka konkurentide tootevalik laienenud ning lisaks traktorite ja kombainide müümisele, pakutakse veel erinevaid põllutööks vajaminevaid masinaid. Järgnevalt on autor andnud lühiülevaate Tatoli AS-i peamistest konkurentidest:

1. Baltic Agro Machinery OÜ tegeleb põllumajandus- ja aiatehnika müügiga ning kuulub koos ettevõtetega AS Baltic Agro ja AS Scanola Baltic'ga Danish Agro gruppi. Ettevõtte on alates 2015. aastast ametlik John Deere'i põllumajandus- ja aiatehnika esindaja Eestis, müües tehnikat ja varuosi, pakkudes hooldust ja teenindust ning nõustades kliente John Deere FarmSight tehnoloogia kasutamisel. Lisaks esindab ettevõtte veel Kramer põllumajanduslikke laadureid ning Fliegl ja Bergmann haakeseadmeid. Baltic Agro Machinery OÜ 2017. aasta käive ulatus 28,9 miljoni euroni. Baltic Agro Machinery on tütarettevõtteks AS-ile Baltic Agro, kelle põhitegevusalaks on teravilja, taimekaitsevahendite- ja seemnete kokkuost ja müük. Baltic Agro Machinery OÜ eeliseks on kliendiga läbi emettevõtte sõlmitavad teravilja kokkuostulepingud, mille abil finantseeritakse põllumajandusmasinate ostmist (osaühing Baltic Agro Machinery 2017). Ettevõtte esindatav kaubamärk John Deere on üks maailma tuntuim põllumajandusmasinate tootja, kes on New Holland'i masinate suurim konkurent.
2. Konekesko Eesti AS tegeleb põllumajandustehnika, ehitus- ja materjalikäsitusmasinate müügiga, turustamise ja müügijärgsele teenindamisega. Konekesko Eesti AS kuulub Konekesko Gruppi, kelle tütarettevõtted on lisaks Eestile veel, Lätis ja Leedus. Ettevõtte suurima käibe moodustavad põllumajandusmasinate müük. Tuntuimad Konekesko poolt esindatavad põllumajandusmasinad on Claas kombainid, mis on New Holland'i kombainide suurimad konkurendid. Ettevõtte 2017. aasta müügi käive oli 43,3 miljonit eurot. Ettevõtte eeliseks on lai tooterühmade valik, kus lisaks põllumajandusmasinatele müüakse veel metsatehnikat, ehitusmasinaid, tõsteseadmeid jne. Lisaks omab ettevõtte kolme suurt tänapäevase tehnoloogiaga esindust üle Eesti (Konekesko Eesti AS 2017).

3. Agriland OÜ tegeleb põllumajandustehnika müügi ja hooldusega Eestis. Ettevõtte peamiseks esindatavaks kaubamärgiks on Fendt, kes toodab peamiselt traktoreid ja kombaine, lisaks veel väiksemal määral heinatehnikat, pritse jne. Fendt masinad on tuntud oma kvaliteedi ja kõrge hinna poolest, kuid viimastel aastatel on masinate hinnad muutunud konkurentsivõimelisemaks. Selle tõttu on Fendt'i traktorid tõusnud suureks konkurendiks New Holland'i masinatele. Ettevõtte müügitulu oli 2017. aastal 38,9 miljonit eurot. Ettevõttel on esindused Tartus ja Märjamaal (OÜ Agriland 2017).
4. Taure AS on Valtra kaubamärgi ametlikuks edasimüüjaks Eestis. Taure AS oli esimene ettevõtte taasiseseisvunud Eestis, kes hakkas müüma välismaised Soomest pärit traktoreid. Tänu sellele on Valtra kaubamärk Eesti turul laialdaselt tuntud. Valtra traktorid on viimastel aastatel teinud läbi kiire tehnoloogilise arengu, mis tagab tänu soodsatele hindadele konkurentsivõimelisuse traktorite turul. Lisaks masinate müügile ja hooldusele, müüb ettevõtte veel Kuhn ja Kivi-Pekka põllutehnikat, Kronos ja Nisula metsatehnikat, väikelaadureid ning teehooldusseadmed. Ettevõtte omab kahte esindust: Türil ja Tartumaal. 2017. aasta müügitulu oli majandusaruande kohaselt 13,9 miljonit eurot (aktsiaselts Taure 2017).

Kaubamärkide tootjatele on oluline maailmas kätte võidetud turuosa saavutamine ka Eestis. Turuosa võitmiseks tehakse edasimüüjatele erinevaid sooduspakkumisi, tänu millele saavad müüjad pakkuda kliendile masinaid soodsamate hindade või paremate pakettidega. Oma turupositsiooni säilitamiseks on ettevõtetel oluline pakkuda kliendile sobivaid lahendusi.

Ettevõtte üldolukorrast ülevaate andmiseks on autor teostanud Tatoli AS-i SWOT analüüsi (tabel 5), kus on välja toodud ettevõtte tugevad ja nõrgad küljed ning võimalused ja ohud.

Tabel 5. Tatoli AS-i SWOT analüüs Allikas: autori koostatud

Tugevad küljed:	Nõrgad küljed:
<ul style="list-style-type: none"> • 29 aastat kogemust põllumajandustehnika müügi ja remondi alal • Maailma ühe suurima ja vanima põllumajandusmasinate tootja, New Holland'i ainuesindusõigus Eestis • Maailma ühe innovaatilisema ja juhtivaks kultiveerimis- ning külvitehnoloogia tootjaks tõusnud ettevõtte Horsch ainuesindusõigus Eestis 	<ul style="list-style-type: none"> • Suured laovarud, mille tõttu on käibevara vähelikviidne • Masinate ostmisel kasutatakse suurel määral võõrvahendeid • Praeguses turusituatsioonis ei ole võimalik teha uusi investeeringuid põhivarasse • Juhtimisstruktuur vajab täiendamist keskastmejuhtide näol

<ul style="list-style-type: none"> • Enam kui 30 maailmas tuntud põllumajandusmasinate tootja kaubamärgi müümine, hooldamine ja esindamine Eestis (Joskin, Caruelle, Överum, Quicke, McConnel jne.) • Lai tootevalik põllumajandustehnikat • Üle-eestiline teenindusvõrk (3 esindust, 2 edasimüüjat ja 25 mobiilset teenindusautot) • Ööpäevaringne teenindus- ja remondivalmidus, et tagada klientidele minimaalsete seisakute ja tõrgeteta töö • Võimalus pakkuda rendi- ja asendusmasinaid klientidele kogu tootevaliku ulatuses • GPS- ja infotehnoloogiliste lahenduste kasutamine põllumajandusmasinate juhtimisel (Ag Leader) 	
<p>Võimalused:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Mäo ja Pärnu esindustel olemasolevale maale juurde ehitamise ja laienemise võimalus • Tartu esindustel soetatud tulevikus laienemiseks vajalik maa • Tatoli AS-i esindatavate tootemarkide poolt pakutav pidev koolitamisvõimalus ettevõtte töötajatele ja vajadusel ka klientidele • Üle-euroopaalistesse varuosabaasidesse kuulumine ja sealt tellimise võimalus, et tagada klientide kiire teenindamine • Suurte tootjate abi (New Holland, Horsch) oma kaubamärkide reklaamimisel ja müümisel, et hoida turuosa Eestis 	<p>Ohud:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Tihe konkurents traktorite ja kombainide müügiturul • Järjest laienev tootemarkide valik turul • Tööjõukulude pidev kasv • Tööjõu defitsiit • Euroopa Liidu ja riigipoolsete toetuste vähenemine • Eesti kombainituru üleküllastatus teatud aastate jooksul, mille tulemusena võivad müüginumbrid väheneda ja tagasiostetud kombainide laovarud suureneda • Intressimäärade hüppeline kasv, kuna suurte masinate ostmist finantseeritakse peamiselt võõrvahendeid kasutades

Tabelis välja toodud ettevõtte tegevust iseloomustavad seisukohad on koostatud juhtkonna poolt antud sisendite alusel.

2.3. Ettevõtte finantsanalüüs

Käesolevas peatükis annab autor ülevaate Tatoli AS-i finantsnäitajatest. Finantsanalüüsi käigus on vaatluse all aastad 2012–2018. Esimese etapina ettevõtte finantsolukorra välja selgitamiseks viiakse läbi finantsaruannete horisontaal- ja vertikaalanalüüs. Tabelis 6 on välja toodud ettevõtte bilansi vertikaalanalüüs, kus on näha, mitu protsenti moodustavad

bilansi aktivakirjed kogu varadest ning passivakirjed kogu kohustistest ja omakapitalist kokku.

Tabel 6. Tatoli AS-i bilansi vertikaalanalüüs aastatel 2012–2018, %

Allikas: autori koostatud Tatoli AS-i majandusaasta aruannete põhjal aastatel 2012–2018

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Käibevara							
Raha	0,5	0,6	0,2	2,1	0,6	0,1	0,6
Nõuded ja ettemaksed	13,2	12,2	15,2	16,1	16,2	11,8	10,2
Varud	71,7	75,3	73,5	72,6	74,9	80,3	81,8
Kokku käibevara	85,3	88,2	88,8	90,9	91,7	92,3	92,7
Põhivara							
Materiaalne põhivara	14,7	11,8	11,2	9,1	8,3	7,7	7,3
Kokku põhivara	14,7	11,8	11,2	9,1	8,3	7,7	7,3
KOKKU VARAD	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Lühiajalised kohustised							
Laenukohustised	18,5	21,8	28,9	23,0	27,1	27,8	27,7
Võlad ja ettemaksed	20,7	19,1	13,8	22,6	16,4	16,8	10,7
Eraldised	0,0	0,0	0,0	0,0	1,1	0,1	0,2
Kokku lühiajalised kohustised	39,2	40,9	42,7	45,6	44,6	44,6	38,8
Pikaajalised kohustised							
Laenukohustised	2,6	3,0	3,6	3,3	2,2	2,7	2,6
Kokku pikaajalised kohustised	2,6	3,0	3,6	3,3	2,2	2,7	2,6
KOKKU KOHUSTISED	41,7	43,9	46,3	48,9	46,8	47,3	41,4
Omakapital							
Aktiivkapitali nimiväärtus	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Kohustuslik reservkapital	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3
Eelmiste perioodide jaotamata kasum	46,8	44,5	48,6	46,1	47,1	49,4	51,9
Aruandeaasta kasum (kahjum)	10,5	10,9	4,4	4,5	5,6	2,9	6,3
Kokku omakapital	58,3	56,1	53,7	51,1	53,2	52,7	58,6
KOKKU KOHUSTISED JA OMAKAPITAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Bilansi aktivakirjeid analüüsides on näha suurt käibevara osakaalu, mis moodustab keskmiselt 90% kogu varadest. Käibevarade suur osakaal on põhjustatud sinna alla kuuluvate varude suurusel, mis tuleneb ettevõtte majandustegevuse eripärast. Nimelt on bilansis varudena arvel kõik ettevõtte laos olevad masinad ja seadmed, mida ei ole õnnestunud veel klientidele müüa. Tabelis on näha, ka varude osakaalu järk-järku suurenemist, kus 2018. aasta lõpuks on varude osakaal kogu varadest 81,8%. Ettevõtte raha pangakontodel on seitsme aasta jooksul teinud läbi 1 kuni 2 protsendilisi muutusi, kuid

võrreldes muu varaga on raha osakaal väga väike. Ettevõttel on palju vähelikviidset vara, mis võib ettevõttele tekitada makseraskusi planeerimata väljaminekute jaoks. Ettevõtte põhivara moodustab kogu varast keskmiselt 10%, siia alla kuuluvad ettevõttele kuuluvad hooned ja seadmed töö tegemiseks, aastatega on põhivara osakaal kahanenud, kuna olemasolevaid seadmeid ja hooneid on amortiseeritud ning suuri investeeringud põhivarasse viimastel aastatel ei ole tehtud.

Bilansi passiva poolel on näha, et ettevõtte omakapital kokku on protsentuaalselt suurem kui kohustised kokku, mille põhjal saab järeldada, et ettevõtte on suuteline katma võetud kohustisi. Lühiajaliste kohustiste osakaal on seitsme aasta jooksul püsinud stabiilselt keskmiselt natukene üle 40%. Alates 2013. aastast on lühiajalised laenukohustised olnud suurema osakaaluga kui võlad ja ettemaksed ning viimasel aastal on suudetud võlakohustusi ja ettemakseid vähendada 6% võrra. Need on vähenenud, kuna ettevõtte ostis 2018. aastal New Holland'ilt väiksemas mahus uusi masinaid, selle tõttu on ka võlg tootjale väiksem. Ettevõtte lühiajalised laenukohustised on aastatega suurenenud keskmisel 10% võrra, kuid viimasel kolmel aastal püsinud stabiilselt 27% kogu omakapitalist ja kohustisest. Samas on laenukohustised seotud ka suurenevate varudega, mille tõttu tuleb raha pidevalt juurde laenata. Omakapitali kirjetel on näha pidevat kasvu eelmiste perioodide jaotamata kasumi osas, kuna ettevõtte pole välja maksnud dividende on osakaal pidevalt suurenenud, sest igal aastal on ettevõtte teeninud kasumit.

Tabelis 7 on toodud kasumiaruande protsentuaalne struktuur, mis annab ülevaate ettevõtte müügitulu ja kulude muutustest eelnevatel perioodidel.

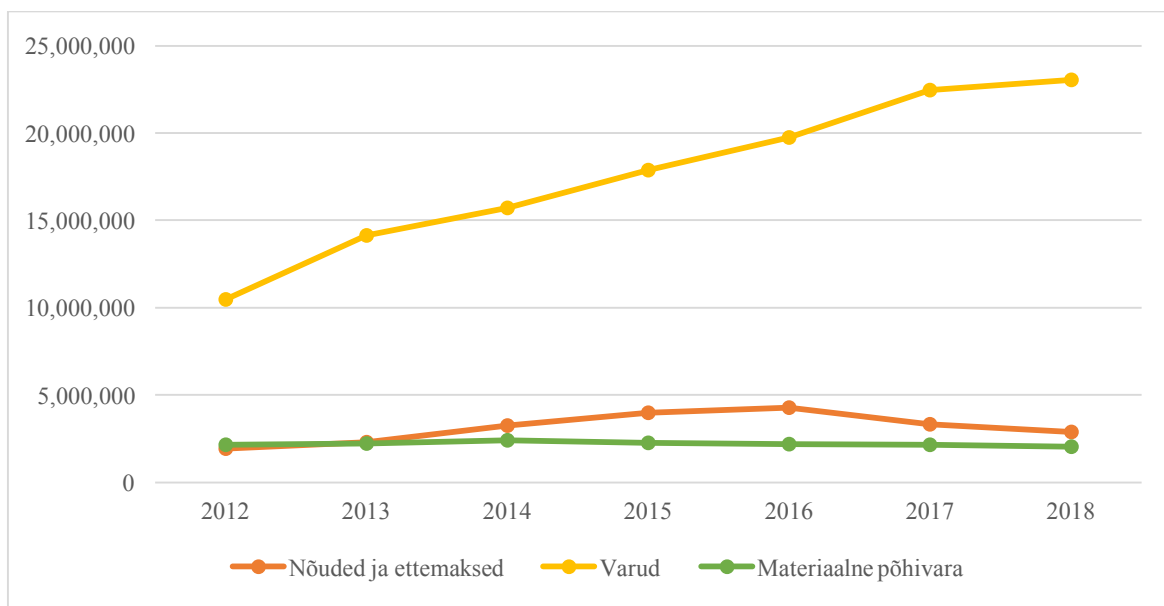
Tabel 7. Tatoli AS-i kasumiaruande vertikaalanalüüs aastatel 2012–2018, %

Allikas: autori koostatud Tatoli AS-i majandusaasta aruannete põhjal aastatel 2012-2018

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Müügitulu	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Muud äritulud	0,6	0,1	0,3	0,3	0,5	0,1	0,3
Kaubad, toore, materjal ja teenused	90,4	89,7	91,3	90,0	91,3	91,7	89,5
Mitmesugused tegevuskulud	0,6	0,6	0,8	0,5	0,5	0,7	0,5
Tööjõukulud	3,8	3,8	4,4	4,8	3,8	4,4	4,3
Põhivara kulum ja väärtuse langus	0,5	0,5	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6
Ärikasum	5,2	5,6	3,2	4,2	4,3	2,7	5,4
Intressikulud	0,2	0,2	0,3	0,4	0,3	0,4	0,4
Muud finantstulud ja -kulud	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1
Kasum	5,1	5,5	3,0	4,0	4,2	2,5	5,2

Tabelit analüüsid, on näha, et kõige suurema osakaaluga müügitulust on kulukirje kaubad, toore, materjal ja teenused. Läbi aastate on need kulud protsentuaalselt moodustanud keskmiselt 90% kogu müügitulust. Tabelis on näha, et väga suuri muutusi ettevõtte kasumiaruande kirjetes ei ole viimasel seitsmel aastal toimunud, millest saab järeldada, et ettevõtte tegevus on stabiilne ja samamoodi jätkates ka jätkusuutlik, kuna on näha, et ettevõtte teenib iga-aastaselt kasumit. Ettevõtte kasum on keskmiselt igal aastal moodustanud 4,5% kogu müügitulust, suurem langus on aga toimunud 2017. aastal, kui kasum langes 2%, kui ettevõtte oli sunnitud tegema palju masinate tagasiostmise tehinguid, mille tõttu oli kasumimarginaal masinaid müües väiksem. Lisaks on näha suurenenud intressikulusid, kuna summad on võrreldes müügituluga väikesed, on protsentuaalne suurenemine aastatega vaid 0,2%, kuid suurenemise põhjuseks on igal aastal suurenev lühiajalised laenukohustised, seetõttu on ka intressikulud kasvanud.

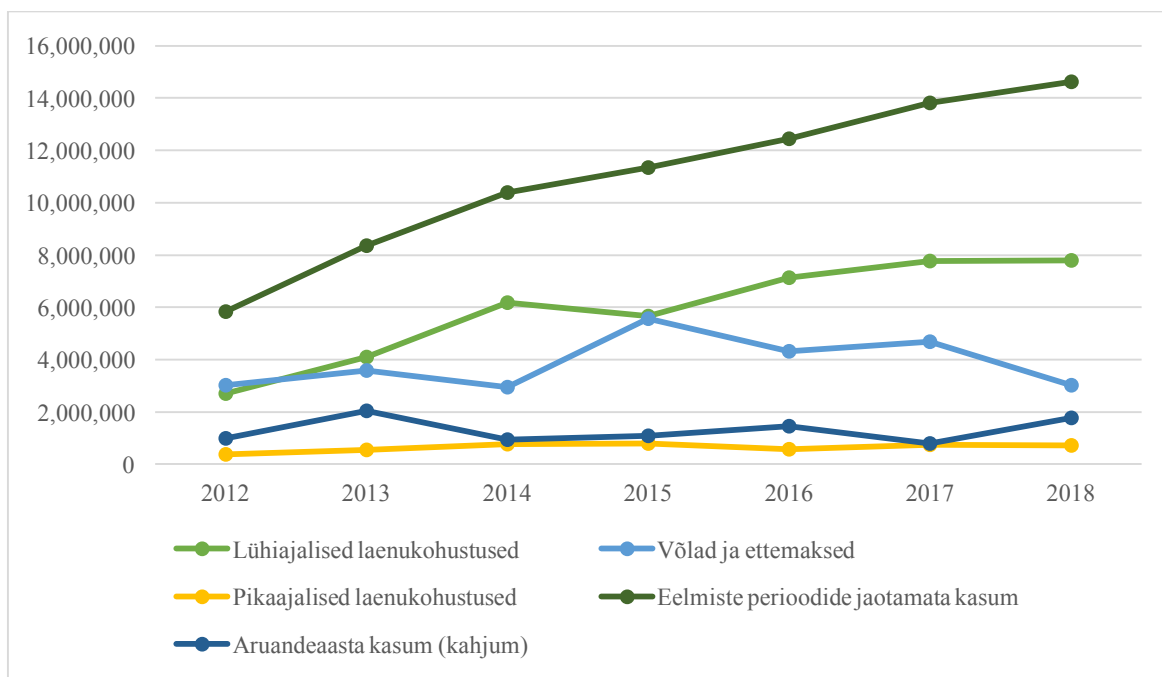
Joonisel 5 on toodud ettevõtte bilansi aktivakirjete dünaamika eurodes aastatel 2012–2018.



Joonis 5. Tatoli AS-i bilansi aktivakirjed aastatel 2012–2018, €.

Allikas: autori koostatud Tatoli AS-i majandusaasta aruannete põhjal aastatel 2012–2018

Joonisel on näha varude pidevat kasvu igal aastal, kus seitsme aastaga on varud kasvanud ligi 13 miljoni võrra. Varude kasv on esimesel kolmel aastal olnud kiirem ning viimastel aastatel on suudetud kasvu pigem aeglustada. Lisaks on ettevõtte juhtkond seadnud eesmärgiks hakata järk-järgult varusid vähendama. Teise kirjena on jooniselt leitav nõuded ja ettemaksed, mis on kasvanud kuni 2016. aastani. Viimasel kahel aastal toimunud langust on mõjutanud ettevõtte poolt rangemalt paika pandud krediidipoliitika, tänu millele on paranenud raha laekumine klientidelt. Ettevõtte materiaalne põhivara on püsinud läbi aastate samal tasemel, kuna suuri investeeringuid põhivarasse ei ole tehtud. Jooniselt on välja jäetud aktivas kajastuv raha kontodel, kuna antud kirje oleks joonisel raskesti jälgitav, väikse osakaal tõttu. Joonisel 6 on välja toodud ettevõtte bilansi passivakirjete dünaamika eurodes aastatel 2012–2018.



Joonis 6. Tatoli AS-i bilansi passivakirjed aastatel 2012–2018, €.

Allikas: autori koostatud Tatoli AS-i majandusaasta aruannete põhjal aastatel 2012–2018

Joonisel on näha, et kõige suurema osakaalu moodustab eelmiste perioodide jaotamata kasum, mis on aastatega kasvanud peaaegu 9 miljoni võrra. Nii lühiajalised kui ka pikaajalised laenukohustused viimastel aastatel püsinud samal tasemel, samas on märkimisväärselt vähenenud võlad ja ettemaksed. Lisaks on näha, et ettevõtte on igal aastal teeninud kasumit, mis on suunatud ettevõttesse. Bilansi ja kasumiaruande põhjal koostatud horisontaalanalüüs protsentuaalsel kujul on toodud lisades 1–2.

Et anda terviklik ülevaade ettevõtte finantsseisundist on autor teostanud ettevõtte suhtarvude analüüsi, kus käsitletakse peamisi suhtarve ja nendevahelisi seoseid. Suhtarvud on välja toodud liikide kaupa. Arvutustel kasutatud valemid on toodud lisas 3.

Esimesena on koostatud ettevõtte maksevõime suhtarvude analüüs. Maksevõime suhtarvudest on vaatluse all lühiajalise võlgnevuse kattekordaja ja likviidsuskordaja, kus võrreldakse käibevara lühiajaliste kohustistega (Tearu, Krumm 2005: 19). Tabelis 8 on toodud arvutatud maksevõime suhtarvud.

Tabel 8. Tatoli AS-i maksevõime suhtarvud aastatel 2012–2018

Allikas: autori koostatud Tatoli AS-i majandusaasta aruannete põhjal aastatel 2012–2018

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja	2,18	2,16	2,08	1,99	2,06	2,07	2,25
Likviidsuskordaja	0,35	0,31	0,36	0,40	0,38	0,27	0,26

Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja on leitud käibevara ja lühiajaliste kohustiste suhtena. Antud näitajal on hindamiseks ette nähtud kriteeriumid, kus heaks maksevõimeks loetakse üle 1,6, see näitab, et ettevõtte on suuteline tasuma õigeaegselt võetud kohustised ning nende tasumiseks on piisavalt raha. Tatoli AS-i kordaja on püsinud kõigil aastatel stabiilselt üle 1,99, mis näitab, et lühiajalised kohustised on kaetud vähemalt kahekordselt. Kuna aga kõik käibevarad ei ole ühesuguse likviidsusega, siis iseloomustab ettevõtte maksevõimet paremini likviidsuskordaja, mis näitab kui hästi suudab ettevõtte täita kohustisi, kasutades selleks ainult likviidseid vahendeid. Väljakujunenud kriteeriumite järgi hinnates on alla 0,3 olev likviidsuskordaja nõrk, üle 0,3 näitajat loetakse mitterahuldavaks. Tabelist on näha, et Tatoli AS-i likviidsuskordaja on 2012–2016 mitterahuldav ning viimasel kahel aastal on näitaja veelgi langenud, mis liigitub kriteeriumite järgi nõrgaks. Põhjus on ettevõtte käibevaras kasvavatel varudel, mille likviidsus on madal.

Varade kasutamise efektiivsuse suhtarvud näitavad kui efektiivselt kasutab ettevõtte oma varasid müügitulu genereerimiseks. Ettevõtte arvutatud efektiivsuse suhtarvud on toodud tabelis 9.

Tabel 9. Tatoli AS-i varade kasutamise efektiivsuse suhtarvud aastatel 2012–2018

Allikas: autori koostatud Tatoli AS-i majandusaasta aruannete põhjal aastatel 2012–2018

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Koguvara käibekordaja	2,20	2,23	1,55	1,19	1,36	1,20	1,22
Põhivara käibekordaja	14,79	17,10	13,51	11,79	15,67	14,98	16,29
Debitoorse võla laekumine	15,65	16,24	9,58	6,86	8,09	9,80	11,88
Raha laekumise välde päevades	23,32	22,48	38,10	53,19	45,14	37,23	30,73
Varude käibekordaja	3,05	3,03	2,08	1,62	1,84	1,54	1,50
Varude käibevälde	119,70	120,56	175,25	224,82	198,11	237,16	242,74

Koguvara käibekordaja iseloomustab varade kasutamist tervikuna, mida kõrgem on näitaja, seda efektiivsem on varade kasutamine. Ettevõtte koguvara käibekordaja on olnud languses kuni 2017. aastani, kui 2013. aastal teenis iga varasse paigutatud üks euro 2,23 eurot müügitulu, siis aastal 2018, teenis see 1 euro võrra vähem ehk 1,22 eurot müügitulu. Põhjuseks on käibevara, eriti varude, pidev kasv. Samasugust trendi on näha ka põhivara käibekordaja puhul, kuna aga ettevõtte põhivara võrreldes müügituluga moodustab väikse osa, siis on näitajad ka palju kõrgemad, kus 2018. aastal teenis iga põhivaraselle paigutatud euro 16,29 eurot müügitulu. Debitoorse võla laekumine on olnud 2012 ja 2013. aastal kiire, mis näitab, et klientide maksevõime on hea ja maksed on laekunud õigeaegselt. Arvutatud raha laekumise valde päevades näitab, et klientide keskmine maksetähtaeg oli keskmiselt 22–23 päeva. 2014–2016 on näitaja langenud kaks korda ning maksete laekumine pikenenud keskmiselt 20 päeva võrra, mis näitab, et ettevõtte klientide maksevõime oli langenud, see võis olla tingitud konkurentide kasvuga turul. Kliendi enda juurde võitmiseks on ettevõtte sunnitud pakkuma ka kliendile sobivamat maksetähtaega. Samas halvendas põllumeeste maksevõimet 2014. aastal keerulised olud Venemaaga, mis keelasid piimatoodete veo Venemaale. 2017 ja 2018. aastal on näitaja hakanud jälle tõusma ning maksete laekumise periood lühenema, kuna ettevõtte on hakanud rakendama pidevat kontrolli ja rangemat krediitpoliitikat. Tabelis toodud varude käibekordaja mõõdab, mitu korda aastas müüakse läbi ettevõtte laovarud ning varude käibevalde näitab, mitme päeva jooksul see juhtub. Ettevõtte varude osakaal on iga-aastaselt tõusnud, seetõttu on näha ka varude käibekordaja kahanemist. Kui 2012. aastal müüdi laovarud keskmiselt läbi 3 korda aastas, siis 2018. aastal vaid 1,5 korda. Samuti on varude käibevalde sõltuvuses käibekordajast, mis on aastatega suurenenud 119 päevalt 242 päevani. Varude pidev kasv on suureks probleemiks ettevõttele. Kasvavate varude üheks suurimaks põhjuseks on vanade masinate tagasi ostmise. Ettevõtte müüb kliendile uue masina ning kliendi vana masin ostetakse tagasi, tänu millele saab klient uue masina vana masina võrra soodsamalt. Tihtipeale on ettevõtete omavahelises konkurentsisis masina tagasiostuhinnad kasvanud kõrgemaks reaalsest turuhinnast, mis põhjustab kliendilt ostetud kasutatud masinate pikemat müügiperioodi. Lisaks on laovarused suurendanud tootjapoolne soov säilitada igal aastal stabiilsed masinate müüginumbrid, mis näeb ettevõttele ette osta välja kindel arv masinaid, mida ei ole aga kõigil aastatel soosinud vahepealsed ebasoodsad aastad põllumajanduses. Samas on Tatoli AS kasutanud võimalust tootjalt masinaid osta hulgi, mis võimaldab klientidele pakkuda masinaid konkurentsivõimelisema hinnaga.

Tabelis 10 on arvutatud ettevõtte finantsvõimenduse suhtarvud, mida kasutatakse ettevõtte võlakooormuse hindamiseks.

Tabel 10. Tatoli AS-i finantsvõimenduse suhtarvud aastatel 2012–2018

Allikas: autori koostatud Tatoli AS-i majandusaasta aruannete põhjal aastatel 2012–2018

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Võlakordaja, %	41,73	43,86	46,30	48,88	46,78	47,26	41,38
Intressikulude kattekordaja	23,70	27,57	10,36	9,99	13,34	6,92	13,62

Võlakordaja näitab, mitu protsenti varadest on soetatud võõrvahendite arvelt. Tatoli AS-i võlakordaja on püsinud stabiilselt kõigil aastatel alla 50%, kõige kõrgem on olnud see 2015. aastal 48,88%, tõus on põhjendatud ka klientide vähenenud maksevõimega, seetõttu on ka Tatoli AS-i võlakordaja suurenenud. 2018. aastaks on näitaja kahanenud 41,38%, mis näitab, et ettevõtte varadest on 41,39% soetatud laenatud kapitali arvel. Tabelis arvutatud intressikulude kattekordaja näitab, kuidas suudab ettevõtte katta intressikuluseid kasumi arvelt. Kirjanduses on loetud soovitatavaks intressikordajaks üle 2, kuid mida kõrgem on kattekordaja, seda vähem on ettevõttel probleeme intresside maksmisega. Kuna ettevõtte on kõigil aastatel teeninud kasumit on näha, et intressikulude katmisega ettevõttel probleemi ei ole. 2017. aastal teeniti küll väiksem kasum kui eelnevatel aastatel, mis on mõjutanud ka intressikulude kattekordajat, kuid keskmiselt on intressikulud ärikasumi arvelt kaetud rohkem kui kümnekordselt.

Arvutatud rentaablu suhtarvud näitavad ettevõtte võimet teenida kasumit. Tabelis 11 on toodud ettevõtte müügikäibe, kogukapitali ja omakapitali puhasrentaablused.

Tabel 11. Tatoli AS-i rentaablu suhtarvud aastatel 2012–2018, %

Allikas: autori koostatud Tatoli AS-i majandusaasta aruannete põhjal aastatel 2012–2018

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Müügikäibe puhasrentaablus	5,15	5,49	3,04	4,02	4,23	2,46	5,15
Kogukapitali puhasrentaablus	11,34	12,26	4,71	4,77	5,75	2,94	6,28
Omakapitali puhasrentaablus	19,99	21,48	8,58	9,11	11,01	5,55	11,28

Kõigi rentaabluste puhul on näha enamjaolt samasugust trendi, kus aastatel 2012, 2013 ja 2015 on näitajad kõrged ning 2018 on näitajad hakanud jällegi kasvama. Müügikäibe puhasrentaablus näitab, mitu protsenti müügitulust saab ettevõtte puhaskasumit. Ettevõtte müügikäibe puhasrentaablus on jäänud vaadeldavatel aastatel 2,46–5,49% vahel. Kõige kõrgem on näitaja olnud 2013. aastal, kus ühe müügitulu euro kohta teeniti 5,49 eurosentit kasumit. Kõrge näitaja on põhjendatud hea masinamüügiaastaga ning tänu suurele nõudlusele sai ettevõtte müüa ka kõrgema kasumimääraga. Viimastel aastatel on masinate pealt teenitav kasum vähenenud suureneva masinate valiku tõttu turul, mis sunnib ettevõtet müüma väiksema kasumimarginaaliga. Lähiaastatel on oodata müügikäiberentaabluse kasvu eelkõige teeninduse ja varuosamüügi arvelt. Kogukapitali puhasrentaablus näitab, ettevõttesse investeeritud kapitali efektiivsust teenida kasumit. Kõige kõrgem oli kogukapitali rentaablus aastal 2013, kus iga varasse investeeritud euro teenis kasumit 12,26 eurosentit. Aastatel 2014–2017 on toimunud langus, kuid 2018. aastal teenis varasse investeeritud euro 6,28 eurosentit kasumit. Omakapitali puhasrentaablus näitab kui palju teenib kasumit iga ettevõttesse paigutatud euro ettevõtte aktsionäride poolt. Omakapitali rentaablus on ettevõttel kõrge, mis näitab, et keskmiselt on iga aktsionäride euro teeninud 10 eurosentit kasumit. Ettevõtte omanikud ei ole viimastel aastatel välja maksnud dividende ning kõik kasum on reinvesteeritud ettevõttesse.

2.4. Tatoli AS-i väärtuse hindamine diskonteeritud rahavoogude meetodil

2.4.1. Tatoli AS-i *pro forma* aruannete koostamine ja vabade rahavoogude prognoosimine

Tatoli AS-i väärtus leitakse diskonteeritud rahavoogude meetodil. Lähenemisviisi kasutades on esimeseks sammuks *pro forma* aruannete prognoosimine ja koostamine. Autor koostab ettevõtte *pro forma* aruanded järgneva viie aasta kohta (2019–2023) ning selle tulemusena leitakse ettevõtte vabad rahavood. Seejärel diskonteeritakse vaba rahavoog perioodil 2019–2023 eelnevalt leitud kapitali kaalutud keskmise hinnaga ning viimase etapina arvutatakse ettevõtte väärtus.

Diskonteeritud rahavoogude üheks olulisemaks sisendiks on *pro forma* aruannete koostamine, kus prognoositakse ettevõtte bilanss ja kasumiaruanne. Järgmise viie aasta (2019–2023) bilansi ja kasumiaruande prognoosimisel on oluline aluseks võtta eelnevalt teostatud ettevõtte finantsanalüüsi tulemused, tegevuskeskkonna analüüsi käigus kogutud informatsioon ja ettevõtte juhtkonnalt saadud teadmised. Oluline on arvestada ka põllumajandussektorit mõjutavate teguritega.

Ettevõtte erinevate käekäikude prognoosimiseks, peab autor vajalikuks rahavood prognoosida kolme erineva stsenaariumi alusel, milleks on:

- 1) pessimistlik stsenaarium – ettevõtte areng on suhteliselt tagasihoidlik ning müügiprognoos näitab kahanevat trendi. Põllumajandussektorit iseloomustavad madalad teravilja- ja piimakokkuostuhinnad ning mitu järjestikku halba saagiaastat, mille tõttu põllumeestel napib raha uute masinate soetamiseks.
- 2) realistlik stsenaarium – ettevõtte müügiprognoos lähtub majandusliku arengu ja ettevõtte tegutsemise enamtõenäolisematest eeldustest. Antud stsenaarium on ettevõtte eelnevaid perioode vaadates kõige tõenäolisem, kuna ettevõtte juhtkonna prioriteediks ei ole hetkel laieneda, vaid pigem jätkata samade müügimahtude juures, oma turuosa masinate müügiturul kindlalt hoides.
- 3) optimistlik stsenaarium – ettevõtte müügitulu suureneb, kuna ettevõttel õnnestub traktorite ja kombainide turuosa suurendada. Samuti laiendatakse toodete sortimenti. Tänu mitmele heale teraviljasaagiaastale ja kõrgetele kokkuostuhindadele on põllumeestel raha investeerida oma masinaparki.

Autor peab vajalikuks kõige esimesena prognoosida rahavood realistliku stsenaariumi alusel, kuna antud stsenaarium on ettevõtte eelnevat käekäiku ja juhtkonna plaane arvestades kõige tõenäolisem.

Kasumiaruande prognooside koostamiseks võetakse aluseks ettevõtte viimase nelja aasta tulud ja kulud ning nende keskmised osakaalud kogu müügitulust. Tatoli AS-i kasumiaruannete *pro forma* aruandeid koostades on välja toodud peamised eeldused, millest aruannete koostamisel lähtutakse:

- Müügitulu kasvumäär sõltub müüdud masinate müüginumbritest
- Muud äritulude osakaal müügitulust keskmiselt 0,31%

- Kaupade ja teenuste osakaal müügitulust on keskmiselt 90%
- Mitmesuguste tegevuskulude osakaal müügitulust on keskmiselt 0,56%
- Tööjõukulude osakaal müügitulust keskmiselt 4,31%, kasv igal aastal 4%
- Muude ärikulude keskmine osakaal müügitulust on 0,005%
- Põhivara kulumi ja väärtuse languse osakaal müügitulust on keskmiselt 0,61%, sisse arvestatakse ka iga-aastane 2% langus
- Intressikulude osakaal keskmiselt müügitulust on 0,38%, aga kasv aastas on 5,8%
- Muud finantstulude- ja kulude osakaal müügitulust keskmiselt 0,16%

Kõige olulisem on prognoosida võimalikult täpselt ettevõtte müügitulu ning selle struktuuri muutusi ajas. Kuna Tatoli AS-i müügitulust kõige suurema osa moodustab New Holland'i masinate müük, on kõige pealt vajalik ennustada prognoositavate aastate traktorite ja kombainide müüginumbrid. Autor on võtnud müügitulemuste aluseks viimase nelja aasta keskmised müügitulemused, kuna see annab kõige täpsema tulemuse.

Järgnevalt on tabelis 12 välja toodud ettevõtte poolt müüdavad uued New Holland'i traktorid ja kombainid ning nendelt teenitav prognoositav müügitulu aastatel 2019–2023 realistliku stsenaariumi korral.

Tabel 12. Ettevõtte poolt müüdud traktorid ja kombainid realistliku stsenaariumi korral aastatel 2019–2023 Allikas: autori koostatud

Näitaja	2019	2020	2021	2022	2023
New Holland'i traktorid, tk	75	76	77	78	80
New Holland'i kombainid, tk	25	27	28	29	30
Müügitulu, €	13 000 000	13 390 000	13 650 000	13 910 000	14 300 000

Müüginumbrite prognoosimise aluseks on võetud viimase nelja aasta keskmised müügitulemused, lisaks on arvestatud juhtkonna enda prognoose ja turu olukorda. Masinate numbrid on prognoositud ühtlases kasvavas tempos, kus 2023. aastal loodab ettevõtte müüa 80 traktorit ja 30 kombaini. Antud müügitulemused on juhtkonna arvates realselt saavutatavad. Lisaks masinate müüginumbritele on välja toodud masinate pealt teenitav müügitulu, millele on prognoositud viie aasta jooksul 1,3 miljonilist kasvu.

Tabelis 13 on autor prognoosinud Tatoli AS-i kasumiaruanded aastatel 2019–2023. Lisaks uute masinate müügitulule, on eraldi ridadel välja toodud ka kasutatud masinate, haakeriistade, teraviljakäitlusseadmete ja remondi- ja hooldusteenuste müügitulu. Antud kirjete prognoosi aluseks on eelnevate aastate müügitulustruktuuri analüüs ning juhtkonnapoolsed plaanid ja prognoosid. Kõik müügitulu kirjed näitavad väikest kasvutrendi v.a kasutatud masinad. Kasutatud masinate müügile ennustatakse kahanevat trendi, kuna ettevõtte eesmärgiks on järjest vähem osta tagasi vanu masinaid, et vähendada laovarude, mis on aastatega kasvanud ebamõistlikult suureks. Teraviljakäitlusseadmete müügitulu prognoosimisel on arvestatud *PRIA* toetuste kasvuga, kus viimastel aastatel on riik võtnud suuna teraviljakäitlusseadmete soetamise toetamiseks. Lisaks on viie aasta jooksul ennustatud haakeriistade müügi kasvu ühe miljoni võrra. Ettevõtte eesmärgiks on suurendada haakeriistade müüki Horsch'i põllumajandusmasinate arvelt, kuna Horsch'i eeliseks konkurentide ees on lähiajal uudsete tehnoloogiliste ja innovaatiliste masinate (pripsid ja külvikud) turule toomine, mida turul veel ei pakuta. Samuti on prognoositud varuosade ning remondi ja hoolduse müügitulu kasvu, mis on tingitud aasta-aastalt New Holland'i masinate arvu kasvuga turul. Lisaks aitab müügitulu kirje kasvu suurendada ka traktorite ja kombainide pikemaajalisema garantii pakkumisega, mis seob kliendi ettevõttega pikemaks ajaks. Muud tulud kokku koosnevad rendi- ja kindlustusemüügi tuludest ning osakaal on leitud müügitulust vastavalt eelmise kolme aasta keskmise protsendina.

Tabel 13. Tatoli AS-i *pro forma* kasumiaruanne realistliku stsenaariumi korral aastatel 2019–2023, € Allikas: autori koostatud

Näitaja	2019	2020	2021	2022	2023
Müügitulu	33 051 600	33 995 300	35 111 600	36 448 400	37 128 600
-New Holland'i masinate müügitulu	13 000 000	13 390 000	13 650 000	13 910 000	14 300 000
-Kasutatud masinad	6 500 000	6 300 000	6 000 000	5 500 000	5 000 000
-Teraviljakäitluseadmed	3 800 000	4 000 000	4 500 000	5 500 000	6 000 000
-Haakeriistad	5 000 000	5 100 000	5 500 000	5 900 000	6 000 000
-Varuosad	3 200 000	3 600 000	3 800 000	3 900 000	4 000 000
-Remont ja hooldus	570 000	600 000	620 000	650 000	700 000
-Muud tulud kokku	981 600	1 005 300	1 041 600	1 088 400	1 128 600
Muud äritulud	102 460	105 385	108 846	112 990	115 099
Kaubad, toore, materjal ja teenused	29 746 440	30 595 770	31 600 440	32 803 560	33 415 740
Mitmesugused tegevuskulud	185 089	190 374	196 625	204 111	207 920

Tööjõukulud	1 481 505	1 523 805	1 573 842	1 633 763	1 664 252
Põhivara kulum ja väärtuse langus	201 615	203 160	209 818	217 776	221 757
Muud ärikulud	2 000	2 500	500	450	1 600
Kokku ärikasum (- kahjum)	1 537 411	1 585 076	1 639 221	1 701 730	1 732 429
Intressikulud	132 881	136 675	141 163	146 537	149 272
Muud finantstulud ja -kulud	52 883	54 392	56 179	58 317	59 406
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	1 351 648	1 394 009	1 441 880	1 496 875	1 523 751
Tulumaks	0	0	0	0	0
Aruandeaasta kasum (kahjum)	1 351 648	1 394 009	1 441 880	1 496 875	1 523 751

Müügitulust sõltuvad kulukirjed on leitud eelpool välja toodud osakaaludena müügitulust. Ettevõtte kõige suurem kulurida on kaubad, toore, materjal ja teenused, mis moodustavad müügitulust 90%. Teise suurema kulukirje moodustavad tööjõukulud, mis on müügitulust 4,31%, millele on lisatud tööjõukulude kasv 4% aastas. Põhivara kulum ja väärtuse langus moodustab müügitulust 0,61% ja kuna ettevõtte ei plaani järgneva viie aasta jooksul suuri investeeringuid, on kulukirjet vähendatud 2% aastas. Antud stsenaariumi kohaselt on ettevõtte kasum igal aastal kasvav ning 2023. aastaks teenib ettevõtte 1,5 miljonit kasumit. Järgnevalt on tabelis 14 välja toodud pessimistlik stsenaarium, mille kohaselt on põllumajanduse olukord halvenev, mida iseloomustavad halvad saagiaastad ja madalad teraviljahinnad. Stsenaariumi puhul näitavad ettevõtte traktorite ja kombainide müüginumbrid kahanevat trendi, kus igal aastal müüakse alla ettevõtte keskmise tulemuse.

Tabel 14. Ettevõtte poolt müüdud traktorid ja kombainid pessimistliku stsenaariumi korral aastatel 2019–2023 Allikas: autori koostatud

Näitaja	2019	2020	2021	2022	2023
New Holland'i traktorid, tk	70	65	63	62	56
New Holland'i kombainid, tk	18	15	16	16	14
Müügitulu, €	11 440 000	10 400 000	10 270 000	10 140 000	9 100 000

Pessimistliku stsenaariumi kohaselt on New Holland'i masinate pealt teenitav müügitulu langus viie aasta jooksul 2,3 miljonit eurot. Antud stsenaariumi alusel prognoositud kasumiaruanne on välja toodud lisas 4, kus on näha müüdavate uute ja kasutatud masinate ning teraviljakäitlusseadmete vähenemist aastate jooksul, kuid samas on prognoositud

haakeriistade, varuosade ning remondi ja hoolduse väikest kasvu, kuna eelnevatel aastatel müüdud masinad vajavad siiski hooldust ja remonti. Kulude prognoosimisel pessimistliku stsenaariumi korral on autor lähtunud eelpool välja toodud eeldustest, mida rakendati ka realistliku stsenaariumi korral.

Tabelis 15 on toodud vastupidiselt optimistlik stsenaarium, kus ettevõtte müügitulule ennustatakse suurt kasvu.

Tabel 15. Ettevõtte poolt müüdud traktorid ja kombainid optimistliku stsenaariumi korral aastatel 2019–2023 Allikas: autori koostatud

Näitaja	2019	2020	2021	2022	2023
New Holland'i traktorid, tk	80	85	90	95	100
New Holland'i kombainid, tk	30	32	33	35	35
Müügitulu, €	14 300 000	15 210 000	15 990 000	16 900 000	17 550 000

Optimistliku stsenaariumi puhul õnnestub ettevõttel kasvatada traktorite ja kombainide turuosa, kus masinate müük tõuseb viie aasta jooksul 100 traktorini ja 35 kombaini. Ettevõtte müügi ajalugu näitab, et ettevõtte on võimeline müüma ka üle prognoositud tulemuste, kuid kõrgete müüginumbrite hoidmine igal aastal nõuab turuosa suurendamist, sest Eesti põllumajandusmasinate turg on väike ning igal aastal müüa nii palju on raske. Optimistliku stsenaariumi kasumiaruanne on välja toodud lisas 5.

Järgmise etapina prognoositakse ettevõtte *pro forma* bilansid aastatel 2019–2023 kolme stsenaariumi alusel. Bilansi koostamisel lähtutakse sarnaselt kasumiaruannete koostamisele, kus aluseks võetakse prognoositud müügitulu. Bilansis aktiva poolel olev käibevara (varud, nõuded ja ettemaksed) ning passiva poolel olevad lühiajalised kohustised (võlad ja ettemaksed) prognoositakse lähtuvalt müügitulust eelneva kolme aasta keskmise näitaja põhjal, mida korrigeeritakse vastavalt eelnevate aastate muutustele. Oluline on prognoosimisel arvesse võtta ka varude ja lühiajaliste kohustiste omavahelisest sõltuvust. Tatoli AS-i *pro forma* bilansside koostamisel on välja toodud peamised eeldused, millest lähtutakse:

- Nõuete ja ettemaksete osakaal müügitulust keskmiselt 11,39%

- Varude osakaal müügitulust keskmiselt 64,76%, kuid eesmärgiks on varude vähendamine
- Laenukohustuste prognoos vastavalt ettevõtte käibevara muutustele

Bilansi tasakaalustamiseks on lisatud aktiva poolele kirje “üleliigne rahavaru” ja passiva poolele “planeerimata laen”. Järgnevalt on tabelis 16 välja toodud realistliku stsenaariumi korral prognoositud bilanss aastatel 2019–2023.

Tabel 16. Tatoli AS-i *pro forma* bilanss realistliku stsenaariumi korral aastatel 2019–2023, € Allikas: autori koostatud

Näitaja	2019	2020	2021	2022	2023
Käibevara					
Raha	371 831	672 838	922 360	506 993	1 506 181
Nõuded ja ettemaksed	3 764 577	3 949 506	4 199 172	4 151 473	4 228 948
Varud	22 046 343	21 354 896	20 691 828	20 063 386	19 235 585
Üleliigne rahavaru	179 689	601 499	362 358		
Käibevara kokku	26 362 439	26 578 738	26 175 717	24 721 852	24 970 713
Põhivara					
Materiaalne põhivara	1 991 415	1 934 062	2 224 171	2 446 588	2 691 247
Immateriaalne põhivara	0	0	0	0	0
Põhivara kokku	1 991 415	1 934 062	2 224 171	2 446 588	2 691 247
Varad kokku	28 353 854	28 512 800	28 399 888	27 168 440	27 661 960
Lühiajalised kohustised					
Laenukohustised	6 786 164	5 607 547	4 439 321	1 584 175	584 175
Võlad ja ettemaksed	2 983 198	3 013 030	2 771 987	2 494 789	2 394 997
Planeerimata laen	0	0	0	696 331	824 354
Lühiajalised kohustised kokku	9 769 361	8 620 577	7 211 308	4 775 295	3 803 526
Pikaajalised kohustised					
Laenukohustised	718 985	632 706	487 184	194 874	136 411
Pikaajalised kohustised kokku	718 985	632 706	487 184	194 874	136 411
Kohustised kokku	10 488 346	9 253 283	7 698 492	4 970 169	3 939 937
Omakapital					
Aktiikapitali nimiväärtus	44 800	44 800	44 800	44 800	44 800
Kohustuslik reservkapital	94 571	94 571	94 571	94 571	94 571
Eelmiste perioodide jaotamata kasum	16 374 489	17 726 137	19 120 146	20 562 025	22 058 900
Aruandeaasta kasum (kahjum)	1 351 648	1 394 009	1 441 880	1 496 875	1 523 751
Omakapital kokku	17 865 508	19 259 517	20 701 396	22 198 271	23 722 023
Kohustised ja omakapital kokku	28 353 854	28 512 800	28 399 888	27 168 440	27 661 960

Bilansist on näha, et ettevõtte varud on aastatega vähenemas ja omakapital suurenemas, tänu millele suudetakse ka kohustisi vähendada. Ettevõtte peamiseks eesmärgiks on varude vähendamine, antud prognoosi kohaselt suudab ettevõtte viie aasta jooksul varusid vähendada kolme miljoni võrra, tänu millele muutub ettevõtte käibevara likviidemaks. Varude vähendamisega vähenevad ka ettevõtte laenukohustised, kuna ettevõttel tekib varude alt vabanevat raha, tänu millele saab laenukohustisi vähendada. Pessimistliku ja optimistliku stsenaariumite *pro forma* bilansid on toodud töö lisades 6–7, mis on prognoositud eelpool toodud eeldustele toetudes, kuid neid on korrigeeritud vastavalt stsenaariumile.

2.4.2. Kapitali kaalutud keskmine hind

Järgnevalt on vaja leida kapitali kaalutud keskmine hind (*WACC*), et kasutada seda ettevõtte vabade rahavoogude diskonteerimiseks. *WACC*-i leidmiseks kasutatakse teoorias välja toodud valemit (1.3.4.1), mille sisendiks on võõrkapitali väärtus ja selle hind ning omakapitali väärtus ja hind. Võõrkapitali hinna aluseks on autor võtnud ettevõttele laenatud kapitali intressimäära 2018. aasta lõpu seisuga. Omakapitali hinna arvutamiseks kasutatakse finantsvarade hindamise mudelit *CAPM*, mis sõltub riskivaba tulumäärast, aktsiaturgude oodatavast tulususest ja aktsia süstemaatilise riskist. Siin on toodud ettevõtte omakapitali hinna arvutamisel kasutatavad sisendid, milleks on:

- Riskivaba tulumäär on 0,39%
- Tururiskipremia korrigeerituna Eesti riigi riskiga on 6,94% (seisuga 01.2019)
- Beetakordaja ehk aktsia süstemaatiline risk on 1,17% (seisuga 01.2019)

Riskivaba tulumäär arvutatakse riiklike võlakirjade tulususe baasil. Kuna Eesti riik ei ole korraldanud pikaajalise tähtajaga võlakirjade emissioone, siis võetakse aluseks Saksamaa 10-aastase võlakirja 2018. aasta keskmine tulusus. Saksamaa võlakiri on sobilik, kuna tegemist on eurosooni ühe suurema riigiga. Saksamaa riskivaba tulumäär oli 2018. aasta lõpu seisuga keskmiselt 0,39%. Konkurentsiamet on viidanud *WACC*-i arvutamise juhendis Kolleri jt (2010) kirjutatud raamatule, kus on soovitatud kasutada tururiskipremiat vahemikus 4,5–5,5%, mille põhjal kujuneb keskmiseks näitajaks 5% (Juhend 2016.a kaalutud keskmine ... 2016: 11–12) (Koller jt 2010: 242). Autor lähtub aga

majandusteoreetiku Damodarani koostatud andmebaasist erinevate riikide riskipreemiast, kus on tururiskipreemiat korrigeerinud vastavalt Eesti riigi riskiga ning selleks on kujunenud 6,94% (Country Default Spreads and ... 2019). Ettevõtte beetakordaja leidmisel on samuti lähtutud majandusteoreetiku Damodarani koostatud andmebaasist, kus masinate majandusharu finantsvõimendusega beetakordaja on 1,17% (Betas by Sector 2019). Tabelis 17 on toodud eelnevaid näitajaid arvesse võttes arvutatud kapitali kaalutud keskmine hind (*WACC*) aastatel 2019–2023.

Tabel 17. Tatoli AS-i kapitali kaalutud keskmine hind realistliku stsenaariumi korral aastatel 2019–2023 Allikas: autori koostatud

Näitaja	2019	2020	2021	2022	2023
Omakapitali väärtus	17 865 508	19 259 517	20 701 396	22 198 271	23 722 023
Võõrkapitali väärtus	7 505 148	6 240 254	4 926 505	2 475 380	1 544 940
Omakapitali hind, %	8,05	9,05	10,05	10,05	10,05
Võõrkapitali hind, %	1,80	1,90	2,00	2,10	2,20
WACC, %	6,20	7,30	8,50	9,25	9,57

Tabelis toodud omakapitali ja võõrkapitali väärtus on saadud eelnevalt koostatud *pro forma* bilansist. Arvutatud kapitali kaalutud keskmine hind on vahemikus 6,20%–9,57%. Pessimistliku ja optimistliku stsenaariumite arvutatud kapitali kaalutud keskmise hinnad on toodud lisas 8.

2.4.3. Ettevõtte väärtuse leidmine

Järgnevas peatükis on leitud ettevõtte vabad rahavood ning diskonteeritud neid eelmises peatükis leitud kapitali kaalutud keskmise hinnaga. Lisaks, et jõuda ettevõtte lõppväärtuseni, on arvutatud ettevõtte rahavoogude jätkuväärtus ning liidetud see diskonteeritud rahavoogude summale. Tabelis 18 on välja toodud Tatoli AS-i vabade rahavoogude prognoos realistliku stsenaariumi korral.

Tabel 18. Tatoli AS-i vabade rahavoogude prognoos realistliku stsenaariumi korral aastatel 2019–2023, € Allikas: autori koostatud Tatoli AS-i prognoositud bilansi ja kasumiaruande põhjal

Näitaja	2019	2020	2021	2022	2023
Ärikasum	1 537 411	1 585 076	1 639 221	1 701 730	1 732 429
Põhivara kulum	201 615	203 160	209 818	217 776	221 757
Põhivara investeringud	50 000	100 000	200 000	50 000	100 000
Puhaskäibekapitali muutus	323 387	186 467	-161 979	-1 176 667	348 653
FCFF	1 365 639	1 501 769	1 811 017	3 046 173	1 505 533
WACC, %	6,20	7,30	8,50	9,25	9,57
Diskonteeritud FCFF	1 285 913	1 399 599	1 669 140	2 788 259	1 374 038

Ettevõtte vaba rahavoog on leitud prognoositud ärikasumile liites põhivara kulumi ning seejärel sealt maha lahutades põhivara investeeritud ja puhaskäibekapitali muutuse. Ärikasum ja põhivara kulum on leitud vastavalt eelpool prognoositud kasumiaruandele. Investeeringud põhivarasse on prognoositud vastavalt ettevõtte juhtkonnalt saadud infomatsioonile, kus 2021. aastal on ettevõttel plaanis uuendada teenindamiseks vajalikke teenindusbusse ja -autosid. Tabelis on näha, et ettevõtte diskonteeritud vaba rahavoog jääb 1,2–2,7 miljoni euro vahele. 2021 ja 2022. aastal kasvanud vaba rahavoog on põhjendatud, ettevõtte lühiajaliste kohustiste vähenemisega, kuna ettevõttel õnnestub laovarused vähendada, vähenevad ka kohustised.

Tabelis 19 ja 20 on välja toodud prognoositud vabad rahavood pessimistliku ja optimistliku stsenaariumi kohaselt. Pessimistliku stsenaariumi puhul jääb diskonteeritud vaba rahavoog vahemikku 358 tuhat–1,1 miljonit eurot. Optimistliku stsenaariumi puhul on vaba rahavoog vahemikus 929 tuhat–2,5 miljonit eurot. Investeeringud põhivarasse on ka nende stsenaariumite puhul 50 000–200 000, kuna juhtkond prognoosib, et ette nähtud investeeringud tuleb täide viia sõltumata stsenaariumist.

Tabel 19. Tatoli AS-i vabade rahavoogude prognoos pessimistliku stsenaariumi korral aastatel 2019–2023, € Allikas: autori koostatud Tatoli AS-i prognoositud bilansi ja kasumiaruande põhjal

Näitaja	2019	2020	2021	2022	2023
Ärikasum	1 340 443	1 309 804	1 151 673	1 085 323	1 012 243
Põhivara kulum	175 989	169 391	167 433	163 004	151 947
Põhivara investeringud	50 000	100 000	200 000	50 000	100 000
Puhaskäibekapitali muutus	1 085 898	552 790	187 164	-14 805	113 461
FCFF	380 535	826 405	931 941	1 213 132	950 729
WACC, %	6,03	6,96	7,96	8,22	8,49
Diskonteeritud FCFF	358 894	772 630	863 228	1 120 986	876 329

Tabel 20. Tatoli AS-i vabade rahavoogude prognoos optimistliku stsenaariumi korral aastatel 2019–2023, € Allikas: autori koostatud Tatoli AS-i prognoositud bilansi ja kasumiaruande põhjal

Näitaja	2019	2020	2021	2022	2023
Ärikasum	1 595 851	1 675 138	1 759 559	1 851 840	1 919 868
Põhivara kulum	209 098	214 608	225 440	237 164	246 026
Põhivara investeringud	50 000	100 000	200 000	50 000	100 000
Puhaskäibekapitali muutus	-190 597	740 045	774 338	699 511	-774 151
FCFF	1 945 546	1 049 700	1 010 662	1 339 493	2 840 045
WACC, %	6,22	7,25	8,74	9,27	9,43
Diskonteeritud FCFF	1 831 619	978 741	929 430	1 225 856	2 595 307

Järgnevalt on vajalik prognoosida ettevõtte rahavoogude jätkuväärtus, kuna eeldatakse, et ettevõtte tegutseb igavesti. Jätkuväärtuse prognoosimisel on tarvis kolme sisendit: esialgset rahavoogu (aluseks võetakse prognoosiperioodi viimase aasta rahavoog), kasvutempot ja diskontomäära. Autor võtab kasvutempo aluseks Eesti Panga poolt koostatud prognoosi, kus ennustatakse keskmiselt 2,5% majanduskasvu aastas (Eesti Panga prognoos 2018). Diskontomäära puhul on aluseks prognoosiperioodi viimase aasta arvatud kapitali kaalutud keskmine hind (*WACC*). Diskonteeritud jätkuväärtused kõigi kolme stsenaariumi korral on välja toodud tabelis 21.

Tabel 21. Tatoli AS-i kõigi kolme stsenaariumi jätkuväärtused, €

Allikas: autori koostatud

Stsenaarium	Jätkuväärtus
Realistlik stsenaarium	19 888 554
Pessimistlik stsenaarium	14 974 935
Optimistlik stsenaarium	38 325 902

Ettevõtte koguväärtuse leidmiseks tuleb summerida kõigil prognoositud aastatel saadud diskonteeritud rahavood ning liita nende summa jätkuväärtusele. Ettevõtte lõppväärtus kõigi kolme stsenaariumi korral on toodud tabelis 22.

Tabel 22. Tatoli AS-i väärtus kõigi kolme stsenaariumi puhul, €

Allikas: autori koostatud

Stsenaarium	Väärtus
Realistlik stsenaarium	28 405 502
Pessimistlik stsenaarium	18 967 003
Optimistlik stsenaarium	45 886 855

Tabelis on näha, et realistliku stsenaariumi korral kujuneb ettevõtte väärtuseks 28 405 502 eurot, pessimistliku puhul on väärtus üle 10 miljoni väiksem ehk 18 967 003 eurot ning optimistliku puhul üle 15 miljoni euro võrra suurem ehk 45 886 855 eurot. Ettevõtte juhtkonna sõnul on realistliku stsenaariumi põhjal leitud väärtus adekvaatne. Väärtuste erinevused stsenaariumite vahel tulenevad erinevalt prognoositud aruannetest ja arvutatud vabadest rahavoogudest. Ettevõtte lõppväärtuse kujunemisel mängib suurt rolli puhaskäibekapitali muutus, mis leitakse käibevara ja lühiajaliste kohustiste põhjal. Kõigi stsenaariumite puhul on mõnel aastal näha puhaskäibekapitali muutuse negatiivset väärtust. See on põhjustatud sellest, et autor on prognoosinud ettevõtte bilansimahu vähenemist, kuna ettevõtte eesmärgiks on varude vähendamine, väheneksid ka lühiajalised kohustised. Lisaks mõjutab palju ettevõtte lõppväärtust veel jätkuväärtus, mis leitakse prognoosiperioodi kõige viimase aasta vaba rahavoo põhjal, diskonteerides seda omanikelt nõutud tulumäära ja rahavoo juurdekasvu tempo vahega. Samas on väärtusele oluline mõju ka diskonteerimiseks kasutataval kapitali kaalutud keskmisel hinnal, mille leidmiseks tuleb leida omakapitali hind. Töös kasutati *CAPM* mudelit, mis arvestas riskivaba tulumäära, tururiskipreemia ja beetakordajaga ning mille tulemusena saadi suhteliselt madal omakapitali hind.

KOKKUVÕTE

Ettevõtte väärtuse hindamine tekib ilmtingimata päevakorda kui plaanis on ettevõtet müüa, samas võib tekkida vajadus teada oma ettevõtte väärtust ka teistel erinevatel põhjustel. Ettevõtte väärtuse hinnang aitab kiiresti saada kokkuvõtlik ülevaade hinnatava ettevõtte tegevuskeskkonna ja finantsseisundi üle. Ettevõtte väärtust ja seda mõjutavaid tegureid on juhtkonnal oluline teada, et sünniksid väärtust tõstvad otsused.

Käesoleva magistritöö eesmärk oli välja selgitada Tatoli AS-i väärtus kasutades diskonteeritud rahavoogude hindamismeetodit.

Töö teoreetilises osas selgitati ettevõtte väärtuse hindamise eesmärki ja väärtust mõjutavaid tegureid. Tutvustati peamisi ettevõtte väärtuse hindamismeetodeid ja anti üksikasjalikum ülevaade diskonteeritud vabade rahavoogude meetodist.

Tänapäeval on laialdaselt levinud arusaam, et äritegevuse õiglane turuväärtus on ettevõtte eeldatavate rahavoogude praegune väärtus. Sellele tugineb ka diskonteeritud rahavoogude hindamise meetod, kus ettevõtte väärtus on vara eeldatavate rahavoogude nüüdisväärtus, mida on diskonteeritud määraga, mis peegeldab nende rahavoogude riskantsust. Diskonteeritud rahavoogudel põhinevat hindamist peetakse üheks täpsemaks ja paremaks hindamismeetodiks majandusteoreetikute seas. Seda on kinnitanud ka Eesti majandusteadlased, Kantšukov ja Sander, kes on teostanud uuringu Eesti finantsspetsialistide hindamispraktikast, mis näitab, et antud meetod leiab laialdaselt kasutust Eesti analüütikute seas. Seega on töös hinnatava ettevõtte väärtus leitud diskonteeritud vabade rahavoogude hindamismeetodi abil.

Töö empiirilises osas anti ülevaade hinnatavast ettevõttest, analüüsides ettevõtte finantsseisundit ja tegevuskeskkonda. Tulemused näitasid, et ettevõtte müügitulu on viimasel kolmel aastal püsinud stabiilsel tasemel, jäädes 32–34 miljoni euro vahemikku. Müügitulu struktuuri analüüsides selgus, et 1/3 moodustab New Hollandi masinate müük, veel moodustavad suurema osa müügitulust haakeriistade müük, kasutatud masinate müük

ja teraviljakäitlusseadmete müük. Märkimisväärne müügitulu kasv oli 2018. aastal tingitud teraviljakäitlusseadmete müügi ja remonditeenuste osakaalu suurenemisest. Konkurentidega võrreldes on näha, et ettevõtte poolt müüdavad New Holland'i traktorid ja kombainid on igal aastal püsinud Eestis enimmüüdavate traktorite ja kombainide edetabelis. Lisaks New Holland'i masinatele on müügi edetabelisse kuulunud veel John Deere'i, Valtra ja Fendt'i traktorid ning John Deere'i ja Claas'i kombainid.

Tatoli AS-i senise finantstegevuse analüüsimiseks teostati finantsaruannete horisontaal- ja vertikaalanalüüs ning arvutati välja peamised finantssuhtarvud. Selle tulemusena selgus, et ettevõtte on aastatega saavutanud finantsiliselt stabiilse seisundi, kus teenitakse iga-aastaselt kasumit. Finantsanalüüsi käigus selgus, et ettevõttele on probleemiks aasta-aastalt kasvavad varud, mille likviidsus on madal. Probleemi lahendamiseks on ettevõtte võtnud eesmärgiks piirata kasutatud masinate tagasi ostmist. Lisaks on tehtud kokkulepe New Hollandi masinate tootjaga, et uusi masinaid ostetakse vähem ning eelkõige müüakse eelnevatel aastatel lattu kogunenud masinaid. Ettevõtte tegevusvaldkonna ja finantsseisundi analüüsi käigus kogutud informatsioon oli väga vajalik, et saaks selle võtta arvesse ettevõtte väärtuse leidmise protsessis.

Ettevõtte käekäigu prognoosimiseks on töös Tatoli AS-i väärtus leitud kolme erineva stsenaariumi puhul, milleks on: realistlik, pessimistlik ja optimistlik. Realistliku stsenaariumi korral lähtub prognoos ettevõtte enamtõenäolisematest eeldustest, pessimistliku stsenaariumi korral on müügi prognoos kahanev ja ettevõtte areng tagasihoidlik ning optimistliku stsenaariumi järgi õnnestub ettevõttel müügitulu suurendada, kuna New Holland'i traktorite ja kombainide turuosa kasvab.

Esimeseks sammuks ettevõtte väärtuse välja selgitamisel diskonteeritud rahavoogude meetodil oli ettevõtte *pro forma* aruannete prognoosimine. Autor koostas *pro forma* bilansi ja kasumiaruande prognoosid kõigi kolme stsenaariumi alusel. Prognooside koostamiseks võeti aluseks ettevõtte viimase nelja aasta aruanded ja eelnevalt kogutud informatsioon ettevõtte finantsseisundi kohta. Vastavalt eelnevate aastatele prognoositi ka järgneva viie aasta aruanded (2019–2023). Järgnevalt leiti kapitali kaalutud keskmine hind kolme stsenaariumi puhul, et kasutada seda ettevõtte vabade rahavoogude diskonteerimiseks. Seejärel arvutati ettevõtte vabad rahavood, diskonteeriti neid kapitali kaalutud keskmise

hinnaga ning arvutati ettevõtte jätkuväärtus. Ettevõtte koguväärtuse leidmiseks summeriti kõigil prognoositud aastatel saadud diskonteeritud rahavoog ning liideti see väärtus jätkuväärtusele.

Realistliku stsenaariumi puhul kujunes ettevõtte väärtuseks 28 405 502 eurot, pessimistliku stsenaariumi puhul on väärtus üle 10 miljoni väiksem ehk 18 967 003 eurot ning optimistliku stsenaariumi puhul üle 15 miljoni euro võrra suurem ehk 45 886 855 eurot. Arvutuste käigus selgus, et lõppväärtust mõjutab suurel määral vabade rahavoogude leidmiseks kasutatav puhaskäibekapitali muutus, mida mõjutavad omakorda ettevõtte prognoositud käibevara ja lühiajalised kohustised. Lisaks on oluline roll ettevõtte jätkuväärtuse leidmisel, mis sõltub prognoosiperioodi kõige viimase aasta prognoositud vabast rahavoost. Ettevõtte juhtkonna hinnangul on realistliku stsenaariumi põhjal leitud väärtus õiglane ning põhjendatud. Ettevõtte eesmärgiks on pessimistlikust stsenaariumist hoiduda, kuid optimistliku stsenaariumi saavutamiseks tuleks kindlasti tootevalikut laiendada ja masinate turuosa Eestis suurendada.

KASUTATUD KIRJANDUS

1. Aktsiaselts Taure majandusaasta aruanne 2017.
2. **Ameels, A., Bruggeman, W., Scheipers, G.** (2002). Value-based management control processes to create value through integration: a literature review. Vlerick Leuven Gent Management School. 75 pp.
3. **Andersen, L. M., Husfeldt, M.** Agricultural Machinery Dealers in the Year 2020. Trade Organization for Agricultural Machinery Dealers. [on-line] Climmar. 80 pp. (01.03.2019).
4. **Barth, M. E.** (2015). Financial Accounting Research, Practice, and Financial Accountability. – A Journal of Accounting, Finance and Business Studies. Vol. 51, No. 4, pp. 499-510.
5. Betas by Sector. Damodaran, A. (2019).
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html (09.03.2019)
6. **Bragg, S. M.** (2005). Uus finantsjuhtimise käsiraamat. Tartu: OÜ Fontese Kirjastus. 341 lk.
7. **Cinnamon, R., Helweg-Larsen, B., Cinnamon, P.** (2010). How to Understand Business Finance. Second Edition. London: Kogan Page. 177 pp.
8. Country Default Spreads and Risks Premiums. Damodaran, A. (2019).
http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html (09.03.2019)
9. **Damodaran, A.** (2012) Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Shird Edition. New York: John Wiley & Sons. 710 pp. [on-line] ebrary Academia. (18.02.2019).
10. **Damodaran, A.** (2010). Applied Corporate Finance. Fourth Edition. New York: John Wiley & Sons. 654 pp. [on-line] ebrary Academia. (28.02.2019).
11. Eesti Panga prognoos. (2018). Eesti majandus liigub väga headest aegadest headesse aegadesse. <https://www.eestipank.ee/press/eesti-majandus-liigub-vaga-headest-aegadest-headesse-aegadesse-26062018> (11.03.2019)
12. Eestis arvele võetud traktorid ja kombainid– Eesti Maanteeamet. (23.02.2019).
13. Ettevõtte finantsjuhtimine: Regionaalaspekt. (2006). /Koost. Tartu Ülikooli Majandusteaduskond. Toim. V. Raudsepp, P. Sander. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus. 239 lk.
14. **Feldman, S. J.** (2005). Principles of Private Firm Valuation. New Jersey: John Wiley & Sons. 179 pp. [on-line] ebrary EPDF. (24.02.2019).
15. **Fernandez, P.** (2002). Valuation Methods and Shareholder Value Creation. Florida: Academic Press. 631 pp.

16. **Fernandez, P.** (2005). Most Common Errors in Company Valuation. – Investment Management and Financial Innovations. Vol 2. No 2. pp. 128-141.
17. Finantsanalüüs ja –planeerimine. (2006). /Koost. V. Aruste. Tallinn: Hansa Äriteenuste OÜ. 172 lk.
18. Finantsanalüüs: Vastused igapäevastele küsimustele. (2007). /Koost. V. Aruste. Haabneeme: Forenia OÜ. 171 lk.
19. **Gavious, I., Parmet, Y.** (2009). Do private firm valuations contain incremental information content over routine analyst valuations?. – Research in International Business and Finance. No. 24, pp 223-234.
20. Juhend kaalutud keskmise kapitali hinna arvutamiseks. (2016). Konkurentsiamet. 18 lk.
21. **Juhkam, A.** (6. märts 2012). Kuidas hinnatakse ettevõtte väärtust? – Postimees. <https://majandus24.postimees.ee/762708/kuidas-hinnatakse-ettevotte-vaartust> (15.02.2019).
22. **Järve, J., Veisson, T.** (2003). Finantsjuhtimine. Tartu: Tartu Ülikooli Kirjastus. 236 lk.
23. **Kantšukov, M., Sander, P.** (2016). Value in the eye of the beholder: A survey of valuation practices of Estonian financial professionals. *Investment Management and Financial Innovations*. Vol 13. No 2. pp. 157–172.
24. **Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., McKinsey & Company** (2010) Valuation: Measuring and Managing: The Value of Companies, Fifth Edition. New Jersey: John Wiley & Sons. 862 pp.
25. **Koller, T., Goedhart, M., Wessels, D., McKinsey & Company.** (2015). Valuation. Measuring and Managing: The Value of Companies. Sixth Edition. New Jersey: John Wiley & Sons. 871 pp.
26. Konekesko Eesti AS majandusaasta aruanne 2017.
27. **Mellen, C. M., Evans, F. C.,** (2018). Valuation for M&A: Building and Measuring Private Company Value. Third Edition. New Jersey: John Wiley & Sons. 480 pp.
28. **Mielcarz, P.** (2014). A new approach to private firm fair value valuation in line with IFRS 13 – the concept of the most advantageous market discount (MAMD) –*Business and Economic Horizons*. Vol 10. No 1. pp. 79–85.
29. **Murphy, C. B.** (27. April 2018). Methods used in valuing private companies. – Investopedia.
30. Osühing Baltic Agro Machinery majandusaasta aruanne 2017.
31. OÜ Agriland majandusaasta aruanne 2017.
32. PM04: Põllukultuuride saak. (andmed uuendatud 28.09.2018). – Eesti Statistika andmebaas. <http://pub.stat.ee/px-web.2001/Dialog/varval.asp?ma=PM04&lang=2> (20.02.2019)
33. Põllumajanduse arengusuunad meil ja mujal. (27. veebruar 2013). Äripäev <https://www.pollumajandus.ee/uudised/2013/02/27/pollumajanduse-arengusuunad-meil-ja-mujal> (21.02.2019).

34. **Raudsepp, V.** (1997). Finantsjuhtimine otsustajatele: Ettevõtte rahandus. Tallinn: Külim. 237 lk.
35. **Rünkla, J.** (2003). Ärianalüüs. Tallinn: Külim. 182 lk.
36. **Zirnask, V.** (2008). Strateegiline finantsjuhtimine: Idee kohtub rahakotiga. Tallinn: Tallinna Raamatutrükikoda. 168 lk.
37. Tatoli AS-i majandusaasta aruanded 2011–2018.
38. **Tearu, A., Krumm, E.** (2005). Ettevõtte finantsjuhtimine. Tallinn: Pegasus. 223 lk.
39. Toetuste taotlemisest põllutöömasinate jaoks. (2017). Põllumajandusregistrite ja Informatsiooni Amet.http://www.pria.ee/uudised/toetuste_taotlemisest_pllutmasinate_jaoks.html (21.02.2019).
40. Tulumaksuseadus. (vastu võetud 15.12.1999, jõustunud 01.01.2000). – Riigi Teataja <https://www.riigiteataja.ee/akt/119112010007> (23.02.2019).
41. Valuation Techniques: Discounted Cash Flow, Earnings Quality, Measures of Value Added, and Real Options. (2012). /Eds. D. T. Larrabee, J. A. Voss. New Jersey: John Wiley & Sons. 608 pp.
42. Väärtipaberite teejuht. (2008). /Koost. V. Zirnask. Tallinn: Eesti Päevalehe AS. 207 lk.
43. Ühinemised ja omandamised: ettevalmistusest jõustumiseni. (2011). /Koost. Tark Grunte Sutkiene, Redgate Capital. Tartu: Greif. 336 lk.

LISAD

Lisa 1. Tatoli AS-i bilansi horisontaalanalüüs aastatel 2012–2018

	2013/12	2014/13	2015/14	2016/15	2017/16	2018/17
Käibevara						
Raha	76,0	-70,9	1422,0	-69,7	-77,3	404,5
Nõuded ja ettemaksed	19,6	41,6	22,4	7,9	-22,7	-13,0
Varud	35,3	11,1	13,7	10,5	13,7	2,6
Käibevara kokku	33,1	14,8	17,7	8,2	6,7	1,2
Põhivara						
Materiaalne põhivara	3,9	7,5	-6,1	-2,4	-1,6	-4,7
Immateriaalne põhivara	-100,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Põhivara kokku	3,7	7,5	-6,1	-2,4	-1,6	-4,7
Varad kokku	28,8	13,9	15,1	7,2	6,0	0,7
Lühiajalised kohustised						
Laenukohustised	52,2	50,9	-8,4	26,1	8,6	0,49
Võlad ja ettemaksed	18,7	-17,6	88,6	-22,1	8,3	-35,7
Eraldised	0,0	0,0	0,0	0,0	-90,5	83,8
Lühiajalised kohustised kokku	34,5	19,0	22,9	4,8	6,1	-12,4
Pikaajalised kohustised	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laenukohustised	48,5	37,9	4,8	-27,4	27,7	-2,5
Pikaajalised kohustised kokku	48,5	37,9	4,8	-27,4	27,7	-2,5
Kohustised kokku	35,4	20,2	21,5	2,6	7,1	-11,8
Omakapital						
Aktsiakapitali nimiväärtus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kohustuslik reservkapital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Eelmiste perioodide jaotamata kasum	22,5	24,5	9,1	9,7	11,1	5,8
Aruandeaasta kasum (kahjum)	33,1	-53,8	16,0	33,6	-45,4	120,5
Omakapital kokku	24,1	9,0	9,5	11,6	5,0	12,0
Kohustised ja omakapital kokku	28,8	13,9	15,1	7,2	6,0	0,7

Lisa 2. Tatoli AS-i kasumiaruande horisontaalanalüüs aastatel 2012–2018

	2013/12	2014/13	2015/14	2016/15	2017/16	2018/17
Müügitulu	24,1	-16,5	-12,3	27,1	-6,3	5,3
Muud äritulud	-69,2	105,4	-20,8	128,7	-81,5	191,2
Kaubad, toore, materjal ja teenused	23,0	-15,0	-13,5	29,0	-6,0	2,9
Mitmesugused tegevuskulud	10,6	14,9	-44,5	35,7	31,9	-29,7
Tööjõukulud	24,8	-1,5	-4,9	-0,9	8,5	4,7
Põhivara kulum ja väärtuse langus	21,4	4,5	0,3	3,7	-0,2	-7,1
Muud ärikulud	-59,2	-58,4	224,6	-98,6	17214,3	-122,3
Ärikasum	33,7	-51,9	15,2	29,7	-41,0	109,9
Intressikulud	15,0	27,9	19,4	-2,9	13,7	6,6
Muud finantstulud ja -kulud	-190,3	28,2	56,3	39,6	-44,3	-3,6
Kasum	33,1	-53,9	16,2	33,6	-45,4	120,5

Lisa 3. Suhtarvude arvutamisel kasutatud valemid

(Raudsepp 1997: 17–18; Teearu, Krumm 2005: 24):

$$1. \text{ Lühiajalise võlgnevuse kattekordaja} = \frac{\text{Käibevara}}{\text{Lühiajalised kohustised}}$$

$$2. \text{ Likviidsuskordaja} = \frac{\text{Käibevara} - \text{Varud}}{\text{Lühiajalised kohustised}}$$

$$3. \text{ Koguvara käibekordaja} = \frac{\text{Müügitulu}}{\text{Vara (keskmine)}}$$

$$4. \text{ Põhivara käibekordaja} = \frac{\text{Müügitulu}}{\text{Põhivara jääkmaksumus (keskmine)}}$$

$$5. \text{ Debitoorse võlgnevuse käibekordaja} = \frac{\text{Müügitulu}}{\text{Nõuded ostjate vastu}}$$

$$6. \text{ Raha laekumise vâlde päevades} = \frac{365}{\text{Debitoorse võlgnevuse käibekordaja}}$$

$$7. \text{ Varude käibekordaja} = \frac{\text{Müügitulu}}{\text{Varude keskmine maksumus}}$$

$$8. \text{ Varude käibevâlde} = \frac{365}{\text{Varude käibekordaja}}$$

$$9. \text{ Võlakordaja} = \frac{\text{Koguvõlg}}{\text{Koguvara}}$$

$$10. \text{ Intressikulude kattekordaja} = \frac{\text{Ärikasum}}{\text{Intressikulud}}$$

$$11. \text{ Müügikäibe puhasrentaablus} = \frac{\text{Puhaskasum}}{\text{Müügitulu}}$$

$$12. \text{ Kogukapitali puhasrentaablus} = \frac{\text{Puhaskasum}}{\text{Kogukapital}}$$

$$13. \text{ Omakapitali puhasrentaablus} = \frac{\text{Puhaskasum}}{\text{Omakapital}}$$

Lisa 4. Tatoli AS-i *pro forma* kasumiaruanne pessimistliku stsenaariumi korral aastatel 2019–2023

Näitaja	2019	2020	2021	2022	2023
Müügitulu	28 850 700	28 358 600	28 035 300	27 289 800	25 458 500
-New Holland'i masinate müügitulu	11 440 000	10 400 000	10 270 000	10 140 000	9 100 000
-Kasutatud masinad	5 000 000	4 900 000	4 500 000	4 300 000	3 800 000
-Teraviljakäitluseadmed	3 800 000	4 500 000	4 500 000	4 000 000	3 500 000
-Haakeriistad	4 000 000	3 800 000	3 900 000	4 000 000	4 100 000
-Varuosad	3 200 000	3 300 000	3 400 000	3 400 000	3 500 000
-Remont ja hooldus	550 000	600 000	610 000	620 000	650 000
-Muud kokku	860 700	858 600	855 300	829 800	808 500
Muud äritulud	89 437	87 912	86 909	84 598	78 921
Kaubad, toore, materjal ja teenused	25 965 630	25 522 740	25 231 770	24 560 820	22 912 650
Mitmesugused tegevuskulud	161 564	158 808	156 998	152 823	142 568
Tööjõukulud	1 294 411	1 283 368	1 413 736	1 411 428	1 316 714
Põhivara kulum ja väärtuse langus	175 989	169 391	167 433	163 004	151 947
Muud ärikulud	2 100	2 400	600	1 000	1 300
Kokku ärikasum (-kahjum)	1 340 443	1 309 804	1 151 673	1 085 323	1 012 243
Intressikulud	116 146	114 260	113 006	109 958	102 794
Muud finantstulud ja -kulud	46 161	45 374	44 856	43 664	40 734
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	1 178 137	1 150 170	993 810	931 701	868 715
Tulumaks	0	0	0	0	0
Aruandeaasta kasum (kahjum)	1 178 137	1 150 170	993 810	931 701	868 715

Lisa 5. Tatoli AS-i *pro forma* kasumiaruanne optimistliku stsenaariumi korral aastatel 2019–2023

Näitaja	2019	2020	2021	2022	2023
Müügitulu	34 278 400	35 899 558	37 711 659	39 672 794	41 155 255
-New Holland'i masinate müügitulu	14 300 000	15 210 000	15 990 000	16 900 000	17 550 000
-Kasutatud masinad	5 500 000	5 700 000	5 900 000	6 000 000	6 000 000
-Teraviljakäitluseadmed	5 500 000	5 600 000	5 800 000	6 300 000	6 500 000
-Haakeriistad	4 000 000	4 100 000	4 500 000	4 700 000	5 000 000
-Varuosad	3 400 000	3 600 000	3 700 000	3 800 000	4 000 000
-Remont ja hooldus	580 000	600 000	650 000	720 000	800 000
-Muud kokku	998 400	1 089 558	1 171 659	1 252 794	1 305 255
Muud äritulud	106 263	111 289	116 906	122 986	127 581
Kaubad, toore, materjal ja teenused	30 850 560	32 309 602	33 940 493	35 705 515	37 039 730
Mitmesugused tegevuskulud	191 959	201 038	211 185	222 168	230 469
Tööjõukulud	1 536 495	1 609 162	1 690 387	1 778 293	1 844 743
Põhivara kulum ja väärtuse langus	209 098	214 608	225 440	237 164	246 026
Muud ärikulud	700	1 300	1 500	800	2 000
Kokku ärikasum (-kahjum)	1 595 851	1 675 138	1 759 559	1 851 840	1 919 868
Intressikulud	137 813	144 331	151 616	159 501	165 461
Muud finantstulud ja -kulud	54 845	57 439	60 339	63 476	65 848
Kasum (kahjum) enne tulumaksustamist	1 403 192	1 473 368	1 547 604	1 628 863	1 688 559
Tulumaks	0	0	0	0	0
Aruandeaasta kasum (kahjum)	1 403 192	1 473 368	1 547 604	1 628 863	1 688 559

Lisa 6. Tatoli AS-i *pro forma* bilanss pessimistliku stsenaariumi korral aastatel 2019–2023

Näitaja	2019	2020	2021	2022	2023
Käibevara					
Raha	324 570	935 834	751 324	925 704	836 571
Nõuded ja ettemaksed	3 286 095	3 682 251	3 672 204	3 729 970	4 349 585
Varud	22 420 456	22 038 035	22 694 575	22 091 093	22 092 479
Üleliigne rahavaru	739 796	622 742	514 988	798 356	557 154
Käibevara kokku	26 770 917	27 278 862	27 633 091	27 545 123	27 835 789
Põhivara					
Materiaalne põhivara	1 991 415	1 934 062	1 914 721	2 106 193	2 021 946
Immateriaalne põhivara	0	0	0	0	0
Põhivara kokku	1 991 415	1 934 062	1 914 721	2 106 193	2 021 946
Varad kokku	28 762 332	29 212 923	29 547 812	29 651 316	29 857 734
Lühiajalised kohustised					
Laenukohustised	7 722 186	7 027 189	6 375 830	5 620 797	4 839 757
Võlad ja ettemaksed	2 629 164	2 584 319	2 751 384	2 678 221	2 855 425
Planeerimata laen	0	0	0	0	0
Lühiajalised kohustised kokku	10 351 350	9 611 509	9 127 214	8 299 018	7 695 182
Pikaajalised kohustised					
Laenukohustised	718 985	759 248	584 621	584 621	526 159
Pikaajalised kohustised kokku	718 985	759 248	584 621	584 621	526 159
Kohustised kokku	11 070 335	10 370 756	9 711 835	8 883 638	8 221 341
Omakapital					
Aktiivkapitali nimiväärtus	44 800	44 800	44 800	44 800	44 800
Kohustuslik reservkapital	94 571	94 571	94 571	94 571	94 571
Eelmiste perioodide jaotamata kasum	16 374 489	17 552 626	18 702 796	19 696 606	20 628 307
Aruandeaasta kasum (kahjum)	1 178 137	1 150 170	993 810	931 701	868 715
Omakapital kokku	17 691 997	18 842 167	19 835 977	20 767 678	21 636 394
Kohustised ja omakapital kokku	28 762 332	29 212 923	29 547 812	29 651 316	29 857 734

Lisa 7. Tatoli AS-i *pro forma* bilanss optimistliku stsenaariumi korral aastatel 2019–2023

Näitaja	2019	2020	2021	2022	2023
Käibevara					
Raha	771 264	846 233	828 374	999 263	543 322
Nõuded ja ettemaksed	3 904 310	4 088 960	4 295 358	4 518 731	4 687 584
Varud	21 976 705	20 691 213	20 758 760	20 039 839	20 255 629
Üleliigne rahavaru	545 171	968 471	0	0	0
Käibevara kokku	27 197 449	26 594 877	25 882 492	25 557 834	25 486 534
Põhivara					
Materiaalne põhivara	1 991 415	2 320 874	2 297 665	2 527 432	3 791 148
Immateriaalne põhivara	0	0	0	0	0
Põhivara kokku	1 991 415	2 320 874	2 297 665	2 527 432	3 791 148
Varad kokku	29 188 864	28 915 751	28 180 158	28 085 265	29 277 682
Lühiajalised kohustised					
Laenukohustised	6 708 162	5 872 754	3 579 116	1 900 160	1 255 152
Võlad ja ettemaksed	3 844 665	3 019 871	3 172 305	3 059 169	2 942 683
Planeerimata laen			3 528	364 175	649 014
Lühiajalised kohustised kokku	10 552 827	8 892 624	6 754 949	5 323 504	4 846 849
Pikaajalised kohustised					
Laenukohustised	718 985	632 706	487 184	194 874	175 386
Pikaajalised kohustised kokku	718 985	632 706	487 184	194 874	175 386
Kohustised kokku	11 271 812	9 525 331	7 242 133	5 518 378	5 022 235
Omakapital					
Aktiivkapitali nimiväärtus	44 800	44 800	44 800	44 800	44 800
Kohustuslik reservkapital	94 571	94 571	94 571	94 571	94 571
Eelmiste perioodide jaotamata kasum	16 374 489	17 777 681	19 251 049	20 798 654	22 427 517
Aruandeaasta kasum (kahjum)	1 403 192	1 473 368	1 547 604	1 628 863	1 688 559
Omakapital kokku	17 917 052	19 390 420	20 938 025	22 566 888	24 255 447
Kohustised ja omakapital kokku	29 188 864	28 915 751	28 180 158	28 085 265	29 277 682

Lisa 8. Kapitali kaalutud keskmine hind pessimistliku ja optimistliku stsenaariumi korral aastatel 2019–2023

Tatoli AS-i kapitali kaalutud keskmine hind pessimistliku stsenaariumi korral aastatel 2019–2023

Näitaja	2019	2020	2021	2022	2023
Omakapitali väärtus	17 691 997	18 842 167	19 835 977	20 767 678	21 636 394
Võõrkapitali väärtus	8 441 171	7 786 437	6 960 451	6 205 417	5 365 916
Omakapitali hind, %	8,05	9,05	10,05	10,05	10,05
Võõrkapitali hind, %	1,80	1,90	2,00	2,10	2,20
WACC, %	6,03	6,96	7,96	8,22	8,49

Tatoli AS-i kapitali kaalutud keskmine hind optimistliku stsenaariumi korral aastatel 2019–2023

Näitaja	2019	2020	2021	2022	2023
Omakapitali väärtus	17 917 052	19 390 420	20 938 025	22 566 888	24 255 447
Võõrkapitali väärtus	7 427 146	6 505 460	4 069 828	2 459 209	2 079 552
Omakapitali hind, %	8,05	9,05	10,05	10,05	10,05
Võõrkapitali hind, %	1,80	1,90	2,00	2,10	2,20
WACC, %	6,22	7,25	8,74	9,27	9,43

Lihtlitsents lõputöö salvestamiseks ja üldsusele kättesaadavaks tegemiseks ning juhendaja(te) kinnitus lõputöö kaitsmisele lubamise kohta

Mina, Berta Nõmmsalu,
sünniaeg 25.06.1995,

1. annan Eesti Maaülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda koostatud lõputöö,
Ettevõtte väärtuse hindamine Tatoli AS näitel,
mille juhendaja(d) on Jüri Lehtsaar,

- 1.1. salvestamiseks säilitamise eesmärgil,
- 1.2. digiarhiivi DSpace lisamiseks ja
- 1.3. veebikeskkonnas üldsusele kättesaadavaks tegemiseks

kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;

2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile;

3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Lõputöö autor _____
(allkiri)

Tartu, _____
(kuupäev)

Juhendaja(te) kinnitus lõputöö kaitsmisele lubamise kohta

Luban lõputöö kaitsmisele.

(juhendaja nimi ja allkiri)

(kuupäev)